

# *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*

## *Business Angels, Venture Capital and the New Società a Responsabilità Limitata*

P. Agstner, A. Capizzi, P. Giudici\*

---

### ABSTRACT

In questo articolo proponiamo un'interpretazione adeguatrice della disciplina della s.r.l., che tenga conto non solo e non tanto del fenomeno del finanziamento via *crowdfunding*, ma anche e soprattutto del finanziamento via *business angels* e *venture capital*. Avanziamo quindi una proposta di rilettura integrale della materia come uscita dalle riforme del 2012-2015-2017, tesa laddove possibile a rendere attuabili le pratiche negoziali del *venture capital financing*. La nuova lettura della disciplina della s.r.l. riflette gli originali intenti del legislatore, riduce l'ancora elevato tasso di imperatività di quella disciplina ed è coerente con i sentiti bisogni di modernizzazione del nostro diritto societario.

**Parole chiave:** s.r.l. startup innovative – *venture capital* – *business angels* – autonomia contrattuale – norme imperative – interpretazione adeguatrice – comparazione giuridica

*This article provides an innovative interpretation of the rules of limited responsibility companies (s.r.l.), which takes into account not only and not much the phenomenon of crowdfunding, but also and above all the financing via business angels and venture capital. We therefore advance a proposal for a complete re-reading of the subject as reformed in 2012-2015-2017, aimed wherever possible at making venture capital financing feasible. The proposed construction reflects the original intentions of the legislator, reduces the impact of mandatory rules and is consistent with the deeply felt need to modernise Italian company law.*

**Keywords:** close companies – LLC – *venture capital* – *business angels* – freedom of contract – mandatory rules – comparative law

---

### SOMMARIO

Introduzione. – PARTE I: STORIA ED EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA. – 1. La nascita della s.r.l. nell'Europa continentale. – 2. Il caso della Germania: l'utilizzo di norme di diritto societario a tutela dell'integrità del mercato. – 3. Il caso del Regno Unito: la tutela del mercato tramite regole di trasparenza. – 4. La nascita della s.r.l. nell'ordinamento societario italiano. – 5. La riforma italiana del 2003. – 6. Le riforme del 2012-2017. – 6.1. Il prologo: la competizione tra

ordinamenti europei in materia di società chiuse dopo Centros. – 6.2. La crisi economica italiana e la spinta a rinnovare il sistema imprenditoriale: il Rapporto Restart, Italia! e il d.l. 179/2012. – 6.3. Da eccezione a regola: gli interventi del 2015 e 2017. – PARTE II: IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE *STARTUP* “*VC-BACKED*”. – 7. I problemi regolatori alla base del rapporto contrattuale tra socio fondatore e finanziatori esterni. – 8. I protagonisti del finanziamento di startup: l’*early stage*, *FFFs* e *Business Angels*. – 9. L’intervento dei *VCs*. – 10. L’importanza di un sistema “*enabling*”. – PARTE III: L’APERTURA DELLA NUOVA S.R.L. AI FINANZIAMENTI DI *VENTURE CAPITAL*. – SEZIONE I: QUESTIONI DI METODO. – 11. L’interpretazione adeguatrice della disciplina della s.r.l. – 12. È ancora attuale e vigente un principio di “rilevanza centrale del socio”? – 13. Sulle conseguenze dell’eccessiva enfasi data all’introduzione del *crowdfunding*: la necessità di prediligere un approccio che valorizzi l’autonomia contrattuale. – SEZIONE II: QUESTIONI APPLICATIVE NELLA CONTRATTAZIONE DELLE OPERAZIONI DI *VC*. – 14. La convertibilità degli strumenti finanziari di *equity* e di *debt*. – 14.1. L’ammissibilità di strumenti di debito convertibili in quote dell’emittente e l’applicabilità dall’art. 2483 c.c. – 14.2. La conversione a sconto (premiale). – 14.3. La disciplina negoziale nell’emissione di titoli convertibili. – 15. La raccolta tramite capitale di rischio. – 15.1. L’esclusione del diritto di opzione e l’art. 2481-*bis* c.c. – 15.2. Le clausole antidiluzione del *venture capital financing* in Italia. – 15.3. L’emissione di categorie di quote. – 15.4. *Segue*: gli eventuali limiti “interni” alla disciplina delle s.r.l. – 15.5. *Segue*: la non applicabilità analogica dei limiti della s.p.a.. – 15.6. La non applicabilità del divieto di patto leonino. – 15.7. Il principio di equa valorizzazione della partecipazione e la sua compatibilità con taluni strumenti tipici del *VC financing* (*liquidation preferences* e clausole di *drag-along*). – 16. Gli schemi di *work for equity* nella *startup* s.r.l. – 17. Il problema della trasformazione. – Osservazioni conclusive.

## Introduzione.

Chi, con poco capitale e molte idee, avesse voluto costituire un’impresa innovativa prima del 2012 in Italia, avrebbe avuto difficoltà non solo a reperire capitali privati, ma ancor prima a individuare un idoneo modello societario. La società per azioni avrebbe offerto ampia flessibilità nella costruzione dei rapporti finanziari e di governo societario con gli investitori<sup>1</sup>, a parte i limiti di

---

\* Paolo Giudici è professore ordinario di diritto commerciale nella Libera Università di Bolzano: e-mail [paolo.giudici@unibz.it](mailto:paolo.giudici@unibz.it); Peter Agstner è ricercatore a tempo determinato di diritto commerciale nella Libera Università di Bolzano: e-mail [peter.agstner@unibz.it](mailto:peter.agstner@unibz.it); Antonio Capizzi è dottore di ricerca in diritto dell’economia e dell’impresa presso la Sapienza Università di Roma: e-mail [antonio.capizzi@hotmail.it](mailto:antonio.capizzi@hotmail.it). Il presente lavoro è il contributo di una ricerca congiunta svolta dagli autori, nell’ambito di un progetto finanziato dallo *European Grouping for Territorial Cooperation* ‘Euregio Tyrol-South Tyrol-Trentino’, *Science Fund* IPN 3 G16, svolto in collaborazione con le Università di Trento e Innsbruck e diretto da Paolo Giudici. Gli autori sono grati a Francesca Redoano e Maria Vittoria Nanni per l’assistenza ricevuta nell’attività di ricerca. Gli autori sono inoltre grati per commenti ricevuti nel corso della presentazio-

durata di eventuali patti parasociali; ma avrebbe imposto, tra le altre cose, un capitale minimo di 120.000 Euro e meccanismi rigidi e costosi di amministrazione e controllo: si pensi al solo costo di un collegio sindacale composto da tre membri. La società a responsabilità limitata non avrebbe richiesto alcun rilevante capitale iniziale, né il collegio sindacale, né avrebbe posto limiti di durata ad eventuali patti parasociali; ma la costruzione delle relazioni con gli investitori sarebbe stata enormemente complicata dall'inflessibilità finanziaria del modello. In questa situazione, la disciplina non era appetibile per gli *start-uppers*, che hanno sempre guardato al diritto societario degli Stati Uniti (del Delaware in particolare) come riferimento<sup>2</sup>; e così in qualche misura si tradiva l'intento del legislatore delegante del 2001 di riformare il diritto societario per "perseguire l'obiettivo prioritario di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese"<sup>3</sup>.

Con la crisi del debito sovrano del 2010-2012 e le spinte dell'Unione Eu-

---

ne di una prima stesura del lavoro al simposio 'The Law of Closed Corporations', tenutosi a Bolzano il 24-25 maggio 2019 e di quella tenuta al convegno organizzato dall'associazione Orizzonti del diritto commerciale a Roma il 14-15 febbraio 2020. Un ringraziamento particolare va a Casimiro A. Nigro, con cui gli autori hanno discusso diversi aspetti del lavoro nel corso di un incontro tenutosi al *Center for Advanced Studies on the Foundations of Law & Finance* di Francoforte il 6 novembre 2019 e al Professor Paolo Benazzo, che ha commentato una seconda bozza dell'articolo presentata in occasione del convegno ODC e ha consentito notevoli miglioramenti nella stesura finale. Tutti gli eventuali errori e le imprecisioni sono, ovviamente, responsabilità esclusiva degli autori. Il testo è frutto di un lavoro congiunto che ha interessato tutte le parti del testo; al solo scopo di facilitare l'individuazione dell'apporto di ciascuno degli autori si precisa che i §§ 1, 2, 3, 6.1 della Parte I, la Parte II e il § 15.7 della parte III sono attribuibili a Peter Agstner; i §§ 4, 5 e 6 (ad eccezione del § 6.1) della Parte I e la parte III (ad eccezione del § 15.7) sono attribuibili ad Antonio Capizzi; il § 17, l'introduzione e le conclusioni sono attribuibili a Paolo Giudici, direttore del progetto.

<sup>1</sup> Struttura finanziaria e governo societario sono le due facce di una stessa medaglia: O.E. WILLIAMSON, *Corporate Governance and Corporate Finance*, in *J. Fin.*, 1988, 567 ss. Pertanto, quando nel testo si parlerà di inflessibilità finanziaria della s.r.l., si alluderà ad un aspetto specifico della costruzione generale dei rapporti tra soci imprenditori e soci finanziatori nella s.r.l., senza però mai dimenticare, appunto, il legame indissolubile esistente tra struttura finanziaria e governo societario.

<sup>2</sup> Sull'influenza, anche concorrenziale, del diritto societario del *Delaware* sia consentito il rinvio a P. GIUDICI-P. AGSTNER, *Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?)*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2019, 597 ss. Sul ruolo del *Delaware*, v. *infra*, nt. 116 e 140.

<sup>3</sup> Cfr. art. 2, primo comma, lett. a), l. 3 ottobre 2001, n. 366. Per un'interpretazione tesa invece a valorizzare il principio in esame, inteso come una «essenziale, se non *la*, metanorma per interpretare il diritto societario in vigore dal 2004», cfr. L. ENRIQUES, *Società per azioni* (ad vocem), in *Enc. dir., Annali*, X, Milano, Giuffrè, 2017, 958 ss., in part. 958 (enfasi nel testo).

ropea tese a favorire interventi di rivitalizzazione della nostra economia, nell'auspicio che i problemi del debito pubblico potessero essere risolti con un incremento del tasso di crescita del prodotto interno, il legislatore è intervenuto sul diritto societario per modernizzarlo e lo ha fatto operando, come appariva certamente più facile, sulla s.r.l. L'intervento iniziale, poi proseguito con le riforme del 2015 e 2017, ha sostanzialmente ridisegnato la disciplina di questa società, rendendola finanziariamente più flessibile per dare la possibilità alle *startup*<sup>4</sup> di raccogliere apporti secondo il modello prevalentemente americano del finanziamento di *venture capital* (*venture capital financing* o *VC financing*). Con l'occasione, il legislatore del 2012 ha aperto le s.r.l. anche al mercato del capitale pubblico, attraverso la disciplina del *crowdfunding*.

Le riforme del 2012-2017 hanno tuttavia portato ad un'incompleta liberalizzazione della disciplina della s.r.l. Vista la dominante opinione secondo cui la s.r.l. sarebbe disciplinata in nome del massimo favore per la libertà negoziale<sup>5</sup>, il legislatore ha forse pensato che, per fornire alle imprese innovative un veicolo appropriato, bastasse concedere alla s.r.l. libertà nella raccolta degli apporti (categorie di quote e possibilità di emettere strumenti finanziari) e nelle operazioni sulle proprie quote<sup>6</sup>. Così però non è: la s.r.l. della riforma del

---

<sup>4</sup> Ossia a imprese di nuova costituzione, di solito con pochi dipendenti, «supportate da investimenti esterni con lo scopo di sviluppare un prodotto o servizio innovativo, facilitarne la crescita e poi recuperare l'investimento tramite la vendita della partecipazione o un'IPO». Così E. POLLMAN, *Startup governance*, in *U. Pa. Law Rev.*, 2019, 155 ss.

<sup>5</sup> V. la dottrina citata *infra* alla nt. 56.

<sup>6</sup> La scelta del legislatore ha incontrato il plauso della dottrina: A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in V. DI CATALDO-V. MELI-R. PENNISI, *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, I, 245 ss., in part. 246, il quale sottolinea come la s.r.l. sia il «modello più efficace per la sperimentazione della nuova imprenditoria»; P. BENAZZO, *La s.r.l. start up innovativa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 101 ss., in part. 106, il quale mette in evidenza la «sensazione che la s.r.l. sia oggi venuta ad assumere quel ruolo e quella funzione di laboratorio privilegiato per la sperimentazione innovativa in materia societaria». Utilizza l'espressione «prima donna del diritto societario» E. FREGONARA, *La start up innovativa, uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Milano, Giuffrè, 2013, X. In senso critico v., invece, A. LAUDONIO, *La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*, in *Rivista ODC*, 2014, 28 ss., il quale sottolinea la competizione sleale del modello s.r.l. rispetto a quello della s.p.a., essendo il primo implicitamente identificato quale «veicolo d'elezione per lo svolgimento di attività ad elevato tenore di innovazione» ed essendo quindi divenuto «l'oggetto di un nutrito complesso di norme di privilegio [...]». Viene da chiedersi se non sarebbe stato meglio abbassare il capitale minimo della s.p.a. introducendo soglie più basse compatibilmente con la normativa senza stravolgere l'assetto della s.r.l. già vittima di reiterati e contraddittori interventi normativi».

2003, sul cui corpo l'intervento del 2012-2017 ha innestato una buona dose di flessibilità finanziaria, non è affatto una società che riconosce ampio spazio alla libertà negoziale – almeno, non se si prende a riferimento la *corporation* del Delaware (per non parlare della *Limited Liability Company* dello stesso stato) o semplicemente la *GmbH* tedesca. Si tratta, invece, di una società la cui disciplina, secondo l'interpretazione consolidata, presenta una nutrita serie di norme imperative che limitano fortemente la libertà negoziale<sup>7</sup> e sono in contraddizione con il modello di società aperta al *VC financing* e al *crowdfunding* cui il legislatore pensava.

I nostri interpreti hanno subito individuato i punti di attrito creati dall'innesto della nuova sulla vecchia disciplina; tuttavia, e qui sta la ragione di fondo di questo articolo, essi hanno concentrato la propria analisi interamente sul tema del *crowdfunding*, dimenticandosi del *venture capital*. La circostanza che la disciplina della *startup* innovativa sia stata introdotta insieme a quella del c.d. *equity crowdfunding* ha spinto a pensare – a nostro parere in maniera ingiustificata – che l'intervento legislativo fosse funzionale al solo finanziamento via *crowdfunding* delle *startup*. Di qui lo sforzo della nostra dottrina di interpretare la disciplina della “nuova s.r.l.” per conciliare il vecchio e il nuovo corpo normativo con le esigenze della raccolta tramite piattaforme di *crowdfunding* ovvero, addirittura, per ricostruire la disciplina della “nuova s.r.l.” alla luce della disciplina del *crowdfunding*<sup>8</sup>.

In questo lavoro proponiamo un'interpretazione della “nuova s.r.l.” che tenga conto della circostanza che le riforme del 2012-2017 sono rivolte in primo luogo al *venture capital* e che i testi normativi devono rispondere, pertanto, non solo agli interrogativi posti dalla disciplina del *crowdfunding*, ma anche e soprattutto ai bisogni e ai problemi della contrattazione nelle operazioni di *VC financing*. L'angolo visuale che proponiamo rimette in discussione una buona parte dei temi relativi alla “nuova s.r.l.” e suggerisce la ne-

---

<sup>7</sup> Che anche la Riforma del 2003 abbia conservato «in continuità con il passato e addirittura, talora, con spunti di ulteriore irrigidimento, una serie di capisaldi invalicabili dall'autonomia statutaria» v., con lucidità, da ultimo G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata. Un modello “senza qualità”?* (Un ideale dialogo con Oreste Cagnasso), in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello trans tipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, Giappichelli, 2020, 5 ss., in part. 8; v. già le considerazioni di O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, V, Padova, CEDAM, 2007, 31 ss.

<sup>8</sup> Cfr. M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 818 ss.; ID., *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote “finanziarie” e alla destinazione ai mercati*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 28 ss. V. inoltre gli autori citati *infra* alla nt. 174.

cessità di un'interpretazione adeguatrice della disciplina, favorevole all'autonomia negoziale della s.r.l. e tale da renderla realmente una "società tra negozianti"<sup>9</sup>.

Il lavoro è diviso in tre parti. Nella prima ripercorriamo sinteticamente la storia della s.r.l., per illustrare come in Italia, anche attraverso il confronto con altri ordinamenti europei, la disciplina della s.r.l., riconducibile in origine alla *GmbH* tedesca, abbia preso una propria traiettoria che l'ha condotta ad essere, nella nuova veste uscita dalla riforma del 2003, un modello comunque caratterizzato da un significativo numero di norme considerate imperative e in cui l'autonomia negoziale trova perciò ostacoli importanti. Nella seconda parte analizziamo la struttura della negoziazione tra una *startup* e i suoi finanziatori, per individuare i bisogni cui la riforma del 2012 intendeva dare risposta e che sono rimasti, a causa della spropositata attenzione verso il *crowdfunding*, nel limbo. Nella terza parte ci cimentiamo con l'esame di un'ampia serie di temi di diritto societario per proporre, laddove possibile, un'interpretazione adeguatrice della disciplina, non più tarata esclusivamente sulle esigenze di un fenomeno tutto sommato trascurabile come il *crowdfunding*, ma compatibile con lo sviluppo del *venture capital*.

## PARTE I: STORIA ED EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA

### 1. La nascita della s.r.l. nell'Europa continentale.

Sino al quinquennio di riforme 2012-2017 il diritto delle società di capitali italiano aveva confermato la sua tradizionale impronta dualistica: da un lato una s.p.a. che, pur avendo conosciuto una grande liberalizzazione delle regole in tema di raccolta della provvista finanziaria, era sottoposta alle regole particolarmente severe sul capitale sociale e su amministrazione e controlli; dall'altro lato una s.r.l. che, pur consentendo un apprezzabile spazio all'autonomia statutaria in punto di organizzazione interna, non essendo concepita quale "veicolo di investimento" non consentiva la medesima libertà dal lato del fi-

---

<sup>9</sup>È ricorrente in Italia l'affermazione che la s.r.l. sia una "società tra negozianti", ossia tra soci capaci di tutelare autonomamente i propri interessi utilizzando al meglio l'autonomia statutaria. Se la valutazione è interna al sistema italiano, si può condividere; in un'ottica di comparazione, prendendo come riferimento la *Limited Liability Company* del Delaware, l'affermazione non è condivisibile (v. *infra* nt. 56 e testo corrispondente).

nanzamento<sup>10</sup>. Da tale caratteristica veniva e viene tuttora argomentata in Italia la tendenziale uniformità di intenti tra i soci di s.r.l., con impossibilità di concepire una distinzione tra soci “imprenditori” e soci “investitori”<sup>11</sup>, oltre che il più ampio grado di derogabilità della disciplina, vista la non necessità di tutelare «un azionariato potenzialmente illimitato, disperso, per lo più disinformato e assenteista»<sup>12</sup>.

Il dibattito sulle origini del dualismo s.p.a./s.r.l. sembra dunque dare per acquisito che la distinzione tra le due società di capitali, conosciuta in molti ordinamenti dell'Europa continentale, risponda a bisogni naturali del mercato e, quindi, costituisca una scelta obbligata. Al contrario, la contrapposizione tra il tipo della s.p.a./AG/SA., e quello della s.r.l./GmbH/s.à.r.l. è molto più artificiale di quanto si possa ritenere, traendo le proprie origini da specifici processi storici verificatisi negli ordinamenti che la contemplano<sup>13</sup>.

In estrema sintesi, la spinta è stata data dalla rimozione, verso la metà del XIX secolo, delle barriere alla libertà di costituzione delle società-persone giuridiche. Fino a tale fondamentale punto di svolta, infatti, le società di capitali erano solo “grandi”, necessitando per la loro costituzione di una speciale autorizzazione governativa sul presupposto della loro “utilità per il benessere sociale”<sup>14</sup>. Con l'affermarsi del principio di libera costituzione<sup>15</sup>, invece, il beneficio della responsabilità limitata veniva garantito, con le medesime forme organizzative sino ad allora conosciute, non solo a coloro che intendevano raccogliere capitali sul mercato per l'intrapresa di iniziative economiche di grande portata e ad alto rischio, ma anche agli imprenditori che più semplicemente intendevano evitare di mettere a rischio tutto il proprio patrimonio<sup>16</sup>. In

---

<sup>10</sup> Cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario Schlesinger*, I, Milano, Giuffrè, 2010, 49.

<sup>11</sup> V., tra i molti, C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*<sup>2</sup>, Padova, CEDAM, 105 ss.

<sup>12</sup> Così G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, Padova, CEDAM, 1985, 73.

<sup>13</sup> V. sul punto R. HARRIS, *The Private Origins of the Private Company: Britain 1862-1907*, in *Oxf. Jour. Leg. Studies*, 2013, 339 ss., 340: «unlike living organism, and contrary to a common misconception, business corporations did not begin small (and private) and only then grew bigger (and public)».

<sup>14</sup> V. R. HARRIS, *The Private Origins*, (nt. 13), 342. V. inoltre la ricca bibliografia citata in A. LEGNANI ANNICHINI, *Verso la responsabilità limitata. Un percorso storico*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2016, 1253 ss., in part. 1272.

<sup>15</sup> Su cui v. A. LEGNANI ANNICHINI, *Verso la responsabilità limitata*, (nt. 14), 1273 nt. 95.

<sup>16</sup> V. R. HARRIS, *The Private Origins*, (nt. 13), 346, il quale, per il caso del Regno Unito,

tale modificato scenario, la distinzione tra i due tipi parve offrire l'opportunità di discipline diverse in funzione della vocazione dell'organismo societario a ricorrere al pubblico per il loro finanziamento. La possibilità di ricorrere al mercato dei capitali sembrava dover imporre, almeno in Europa continentale, una regolazione più rigida e invasiva del fenomeno societario<sup>17</sup>; al contrario, si era disposti a concedere maggiore spazio all'autonomia statutaria qualora gli interessati avessero preventivamente rinunciato alla possibilità di ricorrere al mercato.

Quanto appena affermato trova riscontro nell'evoluzione subita dai due ordinamenti europei all'epoca economicamente più sviluppati, ossia il Regno Unito e la Germania. A fronte di un diritto societario ancora caratterizzato da una quasi totale autonomia statutaria e dall'assenza di controlli, interni ed esterni<sup>18</sup>, si verificarono in entrambi detti paesi importanti scandali finanziari, che però provocarono reazioni differenti da parte dei due legislatori, tali da influenzarne decisamente il successivo sviluppo.

## 2. Il caso della Germania: l'utilizzo di norme di diritto societario a tutela dell'integrità del mercato.

Più in particolare, la risposta tedesca ad una crisi finanziaria costituisce probabilmente uno dei fattori che, pur indirettamente, contribuì in misura determinante alla creazione di un nuovo tipo sociale per le società "chiuse", poi diffusosi nel resto dell'Europa continentale. Ci riferiamo al c.d. *Gründerkrach* verificatosi nel 1873 a valle del periodo di notevole crescita economica dei due anni precedenti (*Gründerboom*), le cui radici sono state individuate nella velocità con cui la Francia onorò le riparazioni imposte dopo la conclusione

---

mostra che ben prima del 1907, quando la "private company" venne ufficialmente disciplinata, il fenomeno fosse ampiamente diffuso.

<sup>17</sup> Cfr. M.S. SPOLIDORO, *Considerazioni generali sulle ragioni della scelta del tipo s.r.l.*, in *Riv. not.*, 1992, 1 ss., in part. 15 e bibliografia *ivi* citata, secondo il quale «nella cultura europea dell'Ottocento in generale ed in quella tedesca d'inizio secolo in particolare i due aspetti erano visti come strettamente connessi o addirittura non venivano distinti. La protezione degli investitori non era cioè affidata a speciali strumenti di organizzazione e controllo dei mercati dei capitali, ma veniva realizzata all'interno della organizzazione e della struttura delle società per azioni, cioè degli emittenti più importanti ed anzi unici».

<sup>18</sup> Cfr. M. LUTTER, *Limited Liability Company and Private Company*, in CONARD-VAGTS (a cura di), *International Encyclopedia of Comparative Law, Business and Private Organizations*, vol. XIII/1, Tübingen, Mohr Siebeck, 2006, 4.

della guerra franco-prussiana<sup>19</sup>. La notevole diffusione tra il pubblico di titoli collocati da *Aktiengesellschaften* in assenza di qualsiasi regolazione causò ingenti perdite ad un esteso pubblico di piccoli risparmiatori. La reazione del legislatore tedesco si tradusse in una profonda riforma della *AG* attuata nel 1884<sup>20</sup> al dichiarato fine di prevenire usi abusivi della responsabilità limitata in danno del pubblico dei risparmiatori, così rendendo l'utilizzo della società-persona giuridica meno attraente (e più costosa) per un gran numero di attività imprenditoriali di dimensioni non rilevanti<sup>21</sup>.

Dette innovazioni legislative furono sin da subito percepite come superflue ed eccessivamente onerose per quelle società a ristretta base sociale in cui la forma della *AG* era stata scelta unicamente allo scopo di limitare la responsabilità dei soci e non anche per reperire risparmio presso il pubblico<sup>22</sup>. Fu così che, dopo una gestazione-lampo di soli quattro mesi<sup>23</sup>, vide la luce la *GmbH*, una nuova forma organizzativa espressamente ideata per quelle attività imprenditoriali collettive, di norma ma non necessariamente medio-piccole e poco rischiose<sup>24</sup>, alla ricerca della responsabilità limitata, ma: *i*) non disposte a

---

<sup>19</sup> Per ulteriori riferimenti, v. C. GERNER BEUERLE, *Law and Finance in Emerging Economies: Germany and Britain 1800-1913*, in *The Modern Law Rev.*, 2017, 263 ss., in part. 269-270; W. SCHUBERT, *Vom Konzessions- zum Normativsystem. Materialien zur Aktienrechtsnovelle 1870*, in *ZGR-Sonderheft* 21, 1 ss.

<sup>20</sup> V. il *Gesetz, betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaften* del 18 luglio 1884 (*RGBl.* S. 123), il quale, riformando il diritto azionario all'epoca contenuto nell'*ADHGB* (sino alla sua "emancipazione" con l'*AktG* del 1937), innovò il regime costitutivo mediante l'introduzione di diversi meccanismi di tutela (controllo sull'atto costitutivo, pubblicità della costituzione, responsabilità dei soci fondatori) e ammodernò lo statuto organizzativo di detto tipo sociale, precisando e anche incrementando le competenze del consiglio di sorveglianza. La conseguenza segnalata fu la minore attrattività dell'*AG* per imprese di modeste dimensioni con compagine sociale ristretta. In dottrina, per i dettagli, si veda H. FLEISCHER, *Einleitung*, in H. FLEISCHER-W. GOETTE (a cura di), *Münchener Kommentar GmbH-Gesetz*, Bd. 1, 2. Aufl., München, C.H. Beck, 2015, *Rdn.* 51; P. HOMMELHOFF, *Eigenkontrolle statt Staatskontrolle*, in W. SCHUBERT-P. HOMMELHOFF (a cura di), *Hundert Jahre modernes Aktienrecht*, Berlin, De Gruyter, 1985, 64 ss.

<sup>21</sup> V. sul punto T. GUINNANE-R. HARRIS-N.R. LAMOREAUX-J.L. ROSENTHAL, *Putting the Corporation in its Place*, in *Enterprise & Society*, 2007, 687 ss., in part. 697-698 e la bibliografia *ivi* citata, da cui emerge che all'epoca numerose imprese di rilevanti dimensioni erano esercitate da società non dotate di responsabilità limitata; v. inoltre C. GERNER-BEUERLE, *Law and Finance*, (nt. 19), 266.

<sup>22</sup> V. M. LUTTER, *Limited Liability Company*, (nt. 18), 4; C. GERNER-BEUERLE, *Law and Finance*, (nt. 19), 295.

<sup>23</sup> V., per ulteriori riferimenti sul punto, H. FLEISCHER, *Einleitung*, (nt. 20), *Rdn.* 64-68.

<sup>24</sup> Infatti, i dati statistici dell'epoca dimostrano che nei primi trent'anni di vigenza della *GmbH*

sottoporsi alla rigida struttura della *AG* così come da ultimo novellata; *ii*) non interessate a finanziarsi sul mercato. Di qui, tra le altre novità, il divieto di incorporazione in azioni delle quote di partecipazione e la necessità di un atto pubblico per il loro trasferimento<sup>25</sup>.

### 3. *Il caso del Regno Unito: la tutela del mercato tramite regole di trasparenza.*

Al contrario, il Regno Unito, che pure sperimentò bolle speculative a seguito dell'affermarsi della *freedom of incorporation* con le riforme del 1847 e 1856<sup>26</sup>, reagì adottando una diversa strategia di riforma<sup>27</sup>, in ciò poi sostanzialmente seguito dall'esperienza nordamericana. Sulla base di quanto osservato dal c.d. "Comitato Davey" del 1895, nel 1900 il Parlamento emanò il *Companies Act* al preciso scopo di regolare la collocazione presso il pubblico di titoli azionari. È interessante notare che in tale processo di riforma il legislatore inglese non prese in considerazione la recente esperienza tedesca delle riforme 1884-1892, tutta basata sull'utilizzo di norme imperative di diritto societario, optando invece per una regolazione tutta basata sulla distinzione tra

---

un numero molto elevato di esse avevano oggetto sociale particolarmente innovativo, o comunque, rischioso, depositando peraltro la maggior parte dei nuovi brevetti per invenzione: v. al riguardo le accurate informazioni riportate da A. CASICCIA, *Le società a garanzia limitata nella legislazione comparata*, Torino, F.lli Bocca, 1927, 37 ss. Ciò a dimostrazione del fatto che una fetta importante del ceto imprenditoriale necessitava non solo una "società di persone a responsabilità limitata", ma di una "società di capitali semplificata" per l'intrapresa di affari altamente speculativi e rischiosi.

<sup>25</sup> La necessità dell'atto notarile fu espressamente ricollegata, in sede di discussione parlamentare, alla necessità di evitare la creazione di un mercato delle partecipazioni: v. le note esplicative alla legge del 1892 in *Stenographischer Bericht über die Verhandlungen des Reichstages, 8 Legislaturperiode, I Session 1890/1892, 5. Anlagenband, Reichstag Aktenstück Nr. 660, 3724, 3729*. Sul punto v. anche quanto osservato da G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, (nt. 12), 67-68 e la bibliografia *ivi* citata, secondo il quale la soluzione fu dettata dal timore «relativo alla possibilità che il principio della libera trasferibilità delle quote, dando vita ad un potenziale mercato delle stesse similmente a quanto accade con le azioni, fornisse l'espedito per una utilizzazione distorta della nuova figura da parte di organismi a base associativa numerosa, preoccupati di sfuggire alla più severa disciplina della società per azioni».

<sup>26</sup> V. sempre C. GERNER-BEUERLE, *Law and Finance*, (nt. 19), 274, e la bibliografia *ivi* citata.

<sup>27</sup> Cfr. G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, (nt. 12), 66 nt. 3, nel senso che l'introduzione delle *private companies* avvenne «per venire incontro alle medesime esigenze che avevano suggerito altrove l'introduzione della s.r.l.».

due “modelli” (*private/public*) di un medesimo tipo sociale dotato di personalità giuridica, la *company*, in funzione della sua apertura o meno al mercato del capitale di rischio<sup>28</sup>. La *public company* fu quindi sottoposta a regole più stringenti non tanto in tema di costituzione o organizzazione, quanto in materia di pubblicità dei dati di bilancio e di pubblicità nel collocamento dei propri titoli sul mercato<sup>29</sup>. Al contrario, la *private company* era definita per la prima volta dalla *section 37* del *Companies Act* solo in funzione dell’esonero dalle appena citate regole di *disclosure* e appello al pubblico risparmio, come quella società il cui statuto: *i*) prevedesse delle limitazioni alla circolazione delle proprie azioni; *ii*) limitasse il numero massimo di azionisti a cinquanta; *iii*) proibisse qualsiasi forma di collocamento presso il pubblico di qualsiasi titolo, azionario o obbligazionario, emesso dalla società medesima<sup>30</sup>.

#### 4. La nascita della s.r.l. nell’ordinamento societario italiano.

Come appena osservato, entrambi gli ordinamenti definivano il neonato tipo (in Germania) o modello (in Inghilterra) di società chiusa sostanzialmente in base all’ampia autonomia statutaria ad esso concessa, utilizzabile dai soci per gli scopi concreti più disparati: dalla piccola impresa familiare, o società di persone a responsabilità limitata, sino a imprese ad alto rischio, come aveva ben compreso Tullio Ascarelli già nel 1924<sup>31</sup>; il costo imposto per godere di siffatta ampia libertà di autoorganizzazione era dato dal divieto di ricorrere al pubblico risparmio.

La “pioniera” *GmbH* esercitò poi, seppure con intensità varia, una notevole forza attrattiva nei confronti degli altri legislatori societari dell’Europa continentale, tanto da venire considerata orgogliosamente da Marcus Lutter come «uno dei prodotti legali d’esportazione più importanti e di maggiore successo»<sup>32</sup>. Emblematico è il caso della vicina Austria, che introdusse la *GmbH* nel

---

<sup>28</sup> Cfr. T. GUINNANE-R. HARRIS-N.R. LAMOREAUX-J.L. ROSENTHAL, *Putting the Corporation in its Place*, (nt. 21), 705.

<sup>29</sup> Celebre l’analisi di P.G. MAHONEY, *Mandatory disclosure as a solution to agency problems*, in *Un. Chicago Law Rev.*, 1995, 1047 ss., in part. 1063 ss.

<sup>30</sup> Ne dà atto P.L. DAVIES-S. WORTHINGTON, *Principles of Modern Company Law*<sup>10</sup>, Sweet & Maxwell, London, 2016, 12-14.

<sup>31</sup> Cfr. T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia*, in *Riv. dir. comm.*, 1924, I, 419 ss., in part. 420.

<sup>32</sup> M. LUTTER, in M. LUTTER-P. ULMER-W. ZÖLLNER (a cura di), *Festschrift 100 Jahre*

1906<sup>33</sup>; similmente, in Francia, a seguito della pressione competitiva causata dalla riannessione dell'Alsazia-Lorena, nel 1925<sup>34</sup> fu introdotta, accanto alla *société anonyme*, la *société à responsabilité limitée*, la cui disciplina prevedeva numerose cautele per evitare che si finanziasse presso il pubblico<sup>35</sup>. Anche in Italia, che pure conservò la *GmbH* nei territori annessi dopo il primo conflitto mondiale<sup>36</sup> e che aveva considerato, per poi scartare, l'ipotesi di introdurre nel Codice di Commercio del 1882<sup>37</sup>, un tipo ispirato alla *private company* inglese<sup>38</sup>, sia il Progetto Vivante sia il Progetto D'Amelio contemplavano l'introduzione di un tipo di società "a garanzia limitata" cui, tra le altre cose, fosse impedito di ricorrere al pubblico risparmio per finanziarsi<sup>39</sup>. Tale

---

*GmbH-Gesetz*, Köln, Otto Schmidt, 1992, 49: «einem unserer wichtigsten und erfolgreichsten Exportartikel im Recht».

<sup>33</sup> Per riferimenti v. M. STRAUBE-T. RATKA, *Einführung*, in M. STRAUBE-T. RATKA-A. RAUTER (a cura di), *Wiener Kommentar GmbHG*, Wien, Manz, Stand 1.12.2014, Rdn. 23: «GmbH nach deutschem Vorbild».

<sup>34</sup> Con la *Loi 7 mars 1925*, il cui testo è riportato da G. ACERBI, *Alcuni materiali per la storia delle società a garanzia/responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2012, 1184 ss., in part. 1192 ss.

<sup>35</sup> Tra le quali: il divieto di esercitare attività bancaria e assicurativa (art. 2); la proibizione, stabilita dall'art. 4, di una costituzione per pubblica sottoscrizione, a pena di nullità della società (art. 9), oltre che di emettere, sempre per pubblica sottoscrizione, «valeurs mobilières quelconques»; la punizione, con ammende notevoli e financo con la reclusione, degli amministratori di *s.à.r.l.* che «directement ou par personne interposée, ont ouvert une souscription publique à des valeurs mobilières quelconques pour le compte de la société» (art. 27); il divieto di incorporazione delle partecipazioni sociali (art. 21); il necessario consenso di almeno i tre quarti del capitale sociale per la cessione a non soci (art. 22); la opponibilità delle cessioni di quote alla società e ai terzi solo in caso di notificazione o accettazione della cessione (art. 23).

<sup>36</sup> Sulla singolare vicenda storica v. G. ACERBI, *Alcuni materiali*, (nt. 34), 1238 ss., nonché M. STELLA RICHTER JR., *Antecedenti e vicende della società a responsabilità limitata*, in A.A. DOLMETTA-G. PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario*, Milano, Giuffrè, 2011, 1 ss.

<sup>37</sup> Che, tra l'altro, prevedeva una modernissima disposizione in tema di "pubblica sottoscrizione" di obbligazioni emesse da anonime per alcuni versi anticipatrice di quella sviluppatasi nel Regno Unito (v. *supra* il § 3), contenuta all'art. 172 del Codice di Commercio, il cui secondo comma stabiliva che «Se l'emissione si fa col mezzo di pubblica sottoscrizione, la deliberazione stessa, insieme col progetto del manifesto indicato nell'articolo seguente, dev'essere depositata presso il tribunale civile per i provvedimenti indicati nell'art. 91»; v. ampiamente sul punto la completa ricostruzione offerta da G. NICCOLINI, *Il prestito obbligazionario delle società per azioni*, in *Id.*, 60x60, I, Roma, Colombo, 2010, 245 ss. (ma già in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, 431 ss.), in part. 258 e bibliografia *ivi* citata.

<sup>38</sup> Cfr. M. STELLA RICHTER JR., *La società a responsabilità limitata dalle codificazioni dell'Ottocento al Codice della crisi d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2019, 645 ss., in part. 648, ove ulteriori riferimenti.

<sup>39</sup> V. quanto osservato da A. ASQUINI, *Le società a garanzia limitata*, in *Progetto preliminare*

obiettivo veniva realizzato prevedendo un numero massimo di soci<sup>40</sup>, limitazioni alla circolazione delle quote<sup>41</sup>, oltre che, come per la *GmbH* tedesca, la forma notarile per l'atto di cessione.

Tuttavia, il sostanziale allineamento dei progetti di riforma italiani con quelli europei fu abbandonato con il progetto di riforma del 1940<sup>42</sup> e poi confermato in sede di emanazione del Codice civile, quando la differenza normativa tra s.r.l. e s.p.a. si ridusse pesantemente in forza dell'ampio richiamo operato dal legislatore del 1942 alla disciplina della s.p.a., tanto da fare guadagnare alla neonata s.r.l. l'appellativo di "piccola s.p.a. senza azioni"<sup>43</sup>. Quali tratti

---

*per il nuovo Codice di Commercio*, redatto dalla Commissione Ministeriale per la riforma della legislazione commerciale presieduta dal prof. Cesare Vivante, Milano, Hoepli, 1922, 311 (ma anche in *Scritti giuridici*, II, Padova, CEDAM, 1939, 231 ss.), sulla necessità di assoggettare il nuovo tipo a una «severa disciplina legislativa, che le impedisca, in quanto possibile, di tendere insidie al pubblico credito». Ancor più esplicitamente si esprimeva T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata*, (nt. 31), 425: «l'intento economico che il legislatore si è prefisso nel regolare la costituzione delle società a responsabilità limitata in tutti i diritti nei quali essa è ammessa, è stato quello di impedire l'appello al gran pubblico per la loro costituzione; il pubblico non è protetto e garantito nei riguardi delle società a responsabilità limitata, che non sono come le anonime soggette a rigorose pubblicità, il pubblico non deve ad esse partecipare».

<sup>40</sup> Indicato in venticinque sia dall'art. 144 del Progetto Vivante sia dall'art. 147 del Progetto D'Amelio. E v. sempre A. ASQUINI, *Le società a garanzia limitata*, (nt. 39), 315: «quando si tratta di società le quali devono reclutare il capitale in larghe sfere del pubblico e devono riunire un grande numero di soci, tra i quali ogni rapporto di reciproca conoscenza e fiducia fa difetto, solo la società anonima è la forma adatta, perché l'organizzazione interna della società anonima è eminentemente orientata nel senso di dare alla moltitudine dei soci la massima tutela di fronte alla ristretta cerchia di persone a cui l'amministrazione della società è affidata».

<sup>41</sup> V. il diritto di prelazione in favore degli altri soci, oltre che il divieto di rappresentazione delle quote in titoli di credito, stabilito dall'art. 146 del Progetto Vivante e dall'art. 149 del Progetto d'Amelio.

<sup>42</sup> Sul "passo indietro" compiuto sul punto dal Progetto Asquini v., per tutti, G.C.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* Cicu-Messineo, Milano, Giuffrè, 1982, 31. Per uno sguardo d'insieme a queste tematiche v. ora M. STELLA RICHTER JR., *Profilo storico*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, I, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, 8 ss.

<sup>43</sup> V., tra i tanti, G.C.M. RIVOLTA, *Profilo della nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 683 ss., e M. BIONE, *La nuova società a responsabilità limitata: cenni introduttivi*, in M. BIONE-R. GUIDOTTI-E. PEDERZINI (a cura di), *La nuova società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, LXV, Padova, CEDAM, 2012, 1 ss. Più severo il giudizio di A. MIGNOLI, *La società per azioni oggi. Problemi e conflitti*, in *Riv. soc.*, 1990, 1 ss., in part. 14, che definiva la s.r.l. una «brutta copia della società per azioni [...] poche le differenze e non di grande rilievo, sempre angusto lo spazio lasciato alle iniziative e alla fantasia di chi vuole indossare questa veste». Per una ras-

caratterizzanti autonomi rimasero, oltre al divieto di ricorrere al pubblico risparmio<sup>44</sup>, un minore ammontare minimo del capitale sociale, regole di funzionamento interno più snelle e capaci di assicurare la rilevanza delle persone dei soci e l'obbligatorietà dell'organo di controllo nell'ipotesi di capitale sociale pari a quello della s.p.a. Quello che, invece, più gravemente si perse a seguito della predetta forte assimilazione tra i due tipi capitalistici furono importanti spazi di autonomia statutaria, conservati invece intatti nell'originario modello di riferimento della *GmbH* tedesca<sup>45</sup>.

### 5. La riforma italiana del 2003.

L'approccio di politica legislativa cambiava solo parzialmente con la riforma societaria del 2003, pur nella conferma del carattere chiuso della s.r.l.<sup>46</sup>.

---

segna circa la fortuna dell'espressione v. M.S. SPOLIDORO, *Considerazioni generali*, (nt. 17), in part. 13 nt. 29.

<sup>44</sup> La cui ricaduta in termini di disciplina positiva si aveva soprattutto: *i*) nel divieto di rappresentazione cartolare delle quote, visto come un ostacolo alla loro agevole circolazione; *ii*) nell'obbligo della forma notarile per l'atto di trasferimento (v. sul punto G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, (nt. 12), 23); *iii*) nel divieto di ricorrere al procedimento di costituzione per pubblica sottoscrizione (v. la Relazione ministeriale al Codice civile, n. 1008; sul punto G. SANTINI, *Società a responsabilità limitata*, sub art. 2475, Bologna, Zanichelli, 1966, 38, riconduce tale inapplicabilità alla volontà di escludere «la possibilità di fare appello al capitale anonimo su quella larga scala che il codice ha invece consentito al fine di raggiungere le “maggiori” dimensioni delle società azionarie»).

<sup>45</sup> Paradigmatica espressione di tale approccio assolutamente liberale è il (noto) § 45 *GmbHG*, ai sensi del quale «i diritti che spettano ai soci nelle vicende della società, in particolare con riguardo alla conduzione degli affari sociali, così come l'esercizio degli stessi, si determinano, salvo contraria disposizione di legge, in base al contratto di società». Detta disposizione esprime, anche in contrapposizione alla normativa più rigida della *AG*, «die Flexibilität des Innenverhältnisses als wesentliches Strukturelement der GmbH, welches diese deutlich von der weniger flexiblen Aktiengesellschaft unterscheidet»: così T. LIEBSCHER, *Kommentar zu § 45*, in H. FLEISCHER-W. GOETTE (a cura di), *Münchener Kommentar GmbH-Gesetz*, Bd. 2, (nt. 20), Rdn. 2. Di converso, esemplificativo della rigidità della originaria disciplina della s.r.l. italiana era il richiamo parziale operato dal vecchio art. 2495 c.c. al solo art. 2441, primo comma, c.c., il che faceva dubitare che fosse possibile per l'assemblea escludere il diritto d'opzione all'infuori del caso di aumento da liberare mediante conferimenti in natura: cfr. G. SANTINI, *Società a responsabilità limitata*, (nt. 44), 337; *contra* G.C.M. RIVOLTA, *Società a responsabilità limitata*, (nt. 42), 361; per ulteriori riferimenti G. DE MARCHI-A. SANTUS-L. STUCCHI, sub art. 2481-bis, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti-L.A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari, Milano, Egea-Giuffrè, 2008, 1179 ss., in part. 1187 nt. 23; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1530.

<sup>46</sup> Con tutte le conseguenze che ne discendono sul piano della disciplina, tra cui spicca

Infatti, è indubbio che il legislatore delegato abbia accentuato l'autonomia della s.r.l. rispetto alla s.p.a., predisponendo – come imposto dall'art. 3, primo comma, lett. a), l. 366/2001 – un complesso di norme «autonomo ed organico»<sup>47</sup>, con conseguente venir meno della consolidata “dipendenza” del nostro tipo rispetto a quello azionario<sup>48</sup>; è altrettanto innegabile, però, che lo stesso legislatore delegato, pur consentendo ai soci di s.r.l. di adottare diversi “modelli tipologici” di s.r.l.<sup>49</sup>, ha sfruttato solo in parte la possibilità di «prevedere un'ampia autonomia statutaria<sup>50</sup> [anche] riguardo [...] agli strumenti di tutela degli interessi dei soci», concepita dalla legge delega al fine generale di favorire la competitività delle imprese<sup>51</sup>.

Il risultato è stato così la costruzione di un tipo societario principalmente

---

il divieto di offerta al pubblico delle quote di partecipazioni di cui all'art. 2468, primo comma, c.c.

<sup>47</sup> Cfr. A.A. DOLMETTA, *Sul “tipo” s.r.l.*, in A.A. DOLMETTA-G. PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario*, (nt. 36), 15 ss.; G. MARASÀ, *La s.r.l. come società di capitali e suoi caratteri distintivi dalla s.p.a.*, in ID. (a cura di), *La riforma di società, cooperative, associazioni e fondazioni (Scritti)*, Padova, CEDAM, 2005, 107 ss.; P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla “nuova” società a responsabilità limitata)*, in G. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, CEDAM, 2004, 31 ss. Nonostante ciò, la disciplina codicistica contiene ancora numerosi richiami alla disciplina della s.p.a., come nota criticamente G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 19, e gli autori citati alla nt. 24; di pari avviso, A.D. SCANO, *Il “tipo”*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, (nt. 42), 58 ss.

<sup>48</sup> Con la conseguenza che eventuali lacune vadano colmate, se possibile, facendo applicazione di principi desunti dallo stesso corpo normativo dettato per la s.r.l.: così, tra i tanti, M. STELLA RICHTER JR., *Di alcune implicazioni sistematiche della introduzione di una nuova disciplina per le società a responsabilità limitata*, in *Giust. civ.*, 2004, 11 ss., in part. 18.

<sup>49</sup> Il termine “modelli” è utilizzato dalla dottrina con una miriade di diversi significati, sicché quello utilizzato nel testo – che intende il modello come frutto del concreto esercizio da parte dei soci degli spazi di autonomia statutaria concessi – è solo uno di quelli possibili: v. al riguardo le acute osservazioni di A.D. SCANO, *Il “tipo”*, (nt. 47), 39 ss. e la bibliografia *ivi* citata, il quale, dopo aver messo in luce come la dottrina utilizzi il termine «unificando (in modo non sempre ordinato e consapevole) una gamma assai eterogenea di significati» e precisando che si tratta di fenomeno inevitabile, trattandosi di concetto indeterminato, distingue tra: i) modello inteso quale sinonimo di tipo socio-economico (contrapposto al tipo legale); ii) contrapposizione tra “modelli legali” e “modelli statutari”; iii) modello come sinonimo di tipo normativo; iv) modello frutto dell'esercizio dell'autonomia statutaria all'interno delle regole del tipo legale; v) modello legale quale insieme punti di riferimento costituiti da norme dispositive, contrapposto al tipo legale, sommatoria invece da norme imperative.

<sup>50</sup> Cfr. art. 3, primo comma, lett. b), l. 366/2001.

<sup>51</sup> Cfr. art. 2, primo comma, lett. a), l. 366/2001.

funzionale allo svolgimento di attività d'impresa tra "soci imprenditori"<sup>52</sup>, dotata, per un verso, di notevole flessibilità nella definizione *tailor-made* della struttura organizzativa interna, ma, per l'altro verso, soprattutto a causa di una certa lettura data dalla dottrina al principio di «rilevanza centrale del socio e dei rapporti contrattuali tra soci»<sup>53</sup>, compressa da una serie di norme (ritenute dai più imperative<sup>54</sup>) volte a conservarne il carattere chiuso, a tutelare il peso reciproco dei soci e a impedire l'ingresso di "soci finanziatori"<sup>55</sup>. La definizione, parimenti diffusa in dottrina, della s.r.l. come società "tra negoziatori"<sup>56</sup> può allora essere ritenuta accettabile a condizione che si ricordi come

---

<sup>52</sup> Cfr. per tutti C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, (nt. 11), 7 ss.

<sup>53</sup> Cfr. Art. 3, primo comma, lett. a), l. 366/2001.

<sup>54</sup> Cfr., però, per una diversa impostazione volta a valorizzare il massimo l'autonomia statutaria P. BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l. e l'autonomia statutaria*, Padova, CEDAM, 2017, 166 ss., in part. 197 (ma v. già, per una prima esposizione della tesi, ID., *Rilevanza centrale del socio e autonomia statutaria nella s.r.l.*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 924 ss.), ove si rileva come, nonostante la legge delega equipari l'importanza della "rilevanza centrale del socio" e dei "rapporti contrattuali tra soci", «molto spesso, però, e specie quando dalla rilevanza centrale si desumono limiti all'autonomia statutaria, il riferimento ai rapporti contrattuali sembra scomparire, riapparendo, invece, simmetricamente, quando tale principio generale viene coordinato con l'importanza dell'autonomia statutaria in un'ottica coerente ed unitaria, e non giustapposto ad essa» (*ivi*, 195). Secondo il condivisibile giudizio dell'A., invece, i due termini non possono entrare in conflitto ma devono essere coordinati «in un'ottica unitaria di rimozione dei limiti alla libertà contrattuale dei soci che non si giustifichino alla luce di interessi di soggetti terzi» (*ivi*, 196-197), pena il paradosso di una società in cui a fronte di una massima autonomia statutaria, partecipata da soci "autosufficienti ed adulti", «la centralità della loro posizione diventa un vincolo per loro stessi» (*ivi*, 196 nt. 88).

<sup>55</sup> Cfr. A.D. SCANO, *Il "tipo"*, (nt. 47), 58, per la notazione secondo cui la "flessibilità" imposta dal legislatore delegante avrebbe potuto intendersi in tre diverse accezioni: i) come sinonimo di libertà statutaria; ii) come sinonimo di adattabilità del tipo; iii) come sinonimo di elasticità e semplificazione del funzionamento.

<sup>56</sup> Cfr. P. BENAZZO, *L'organizzazione della nuova s.r.l. tra modelli legali e statutari*, in *Società*, 2003, 1062 ss., in part. 1069; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 14; A. PERRINO, *La nuova s.r.l. nella riforma delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2002, 118 ss.; G.C.M. RIVOLTA, *Autonomia privata e strumenti per l'esercizio delle imprese minori*, in *Riv. soc.*, 2010, 1274 ss.; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 502; ID., *La società a responsabilità limitata nella riforma. Modelli legali e statutari*, in P. BENAZZO-F. GHEZZI-S. PATRIARCA (a cura di), *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, Il Mulino, 2002, 44 ss. e già ID., *S.r.l. contro s.p.a. nella legislazione recente*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 391 ss., in part. 425; da ultimo M. STELLA RICHTER JR., *In tema di recesso dalla società a responsabilità limitata*, destinato per la pubblicazione in *Riv. dir. comm.*, pag. 6 del dattiloscritto. Analogamente, per mettere in evidenza il carattere di soci "non negoziatori" (o comunque "non imprenditori") dei sottoscrittori di quote su piattaforme di *crowdfunding*, P. BENAZZO, *Cate-*

nella disciplina *pre-2012*, secondo la dottrina prevalente gli spazi di libertà statutaria erano comunque sostanzialmente limitati alla migliore definizione della *corporate governance*. Infatti, rimaneva impregiudicata l'impostazione paternalistica<sup>57</sup> volta ad assicurare un equilibrio etero-imposto tra maggioranza e minoranza e una rilevanza centrale del socio individualmente inteso<sup>58</sup>, senza differenziazione tra soci attivi e passivi o soci imprenditori e soci finanziatori. In altre parole, l'interpretazione maggioritaria data alla riforma del 2003 non ha immaginato un corpo di norme capaci di accogliere, oltre le esigenze delle piccole-medie imprese tra pochi soci tutti imprenditori, anche le istanze di quelle imprese in fase di crescita che vedono la coesistenza tra soci imprenditori e sofisticati finanziatori privati.

Dell'inadeguatezza funzionale della s.r.l. così uscita dalla riforma del 2003 rispetto alle esigenze di massima flessibilità contrattuale delle imprese innovative pare – almeno in linea di principio – essersi accorto anche il legislatore delle riforme del 2012-2017 che, come abbiamo accennato, ha seguito la duplice strada di consentire anche alla s.r.l. di: *i*) utilizzare alcuni strumenti, sino ad allora riservati alla s.p.a., tipici della prassi *VC*; *ii*) fare appello al pubblico risparmio tramite il *crowdfunding*. A questo punto, occorre ripercorrere i diversi passaggi di questa evoluzione normativa al fine di verificare se “l'esperimento legislativo” sia effettivamente riuscito e possa contribuire allo sviluppo di un efficiente ecosistema di imprese *VC-backed*.

---

gorie di quote, diritti di voto e governance della “nuovissima” s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?, in *Riv. soc.*, 2018, 1441 ss., in part. 1452.

<sup>57</sup> Per una critica a tale atteggiamento v. L. ENRIQUES, *Corporate governance reforms in Italy: What has been done and what is left to do*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2009, 477 ss., in part. 510-512.

<sup>58</sup> Cfr. in generale sulla solo apparente apertura della riforma alla libertà degli operatori economici, L. ENRIQUES, *Scelte pubbliche e interessi particolari nella riforma delle società di capitali*, in *Mercato, conc., reg.*, 2005, 145 ss., in part. 171 ss. e, per la s.r.l., 181-182, ove il giudizio estremamente critico secondo il quale i pochi spazi di maggiore autonomia riconosciuti ai soci di s.r.l. hanno «un contrappeso nella previsione di una serie di disposizioni inderogabili a tutela delle minoranze dall'impatto potenzialmente dirompente sulla gestione dell'impresa. L'esame della nuova disciplina nel suo complesso rileva in effetti come il tipo S.r.l. possa rivelarsi, piuttosto che il luogo “dove si puote ciò che si vuole”, un inferno per quelle compagini sociali all'interno delle quali sorgano dissidi». Su questi temi v. *amplius*, per i temi di più stretto interesse per la nostra ricerca, *infra* il § 12.

## 6. Le riforme del 2012-2017.

### 6.1. Il prologo: la competizione tra ordinamenti europei in materia di società chiuse dopo Centros.

Il menzionato processo di profonda riforma attuato dal legislatore italiano nel quinquennio 2012-2017 trova il proprio prologo in un più ampio fenomeno di vera e propria competizione tra gli ordinamenti europei in materia di società chiuse<sup>59</sup>, innescato dalla nota giurisprudenza della Corte di Giustizia in tema di libertà di stabilimento<sup>60</sup>. Tale competizione<sup>61</sup> si è concentrata, seguendo anche gli auspici della Commissione Europea<sup>62</sup>, proprio sulle P.M.I., individuate come campo di intervento elettivo al fine di facilitare la creazione di nuove imprese e la crescita di quelle già esistenti<sup>63</sup> e si è risolta in un generale rilassamento delle norme già esistenti, prendendo a modello i sistemi inglese e nordamericano<sup>64</sup>. Messa a confronto con le proprie cugine, la s.r.l. italiana

---

<sup>59</sup> Per una panoramica di tali interventi, v. H. FLEISCHER, *Internationale Trends und Reformen im Recht der geschlossenen Kapitalgesellschaft*, in *NZG*, 2014, 1081 ss.; M. NEVILLE-K.E. SØRENSEN, *Promoting entrepreneurship-the new company law agenda*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2014, 545 ss.; M. VENTORUZZO, *The role of comparative law in shaping corporate statutory reforms*, in *Duq. Law Rev.*, 2014, 165 ss.

<sup>60</sup> Su cui cfr., per una recente visione di sintesi, S. LOMBARDO, *Regulatory competition in European company law. Where do we stand twenty years after Centros?*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, 297 ss.; A. BARTOLACELLI, *Almost capital-less companies in Europe: trends, variations, competition*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev.*, 2017, 187 ss.; M. GELTER, *Centros and defensive regulatory competition: some thoughts and a glimpse at the data*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2019, 467 ss.; C. GERNER-BEUERLE-F.M. MUCCIARELLI-E.P. SCHUSTER-M. SIEMS, *The illusion of motion: corporate (im)mobility and the failed promise of Centros*, *ivi*, 425 ss., i quali escludono che dalla giurisprudenza della Corte nel prossimo futuro possa emergere un nuovo “Delaware europeo”, limitandosi la competizione ai temi del capitale minimo e della costituzione. Per una comparazione tra Stati Uniti e Europa, v. M. VENTORUZZO, *Cost-based and rules-based regulatory competition: markets for corporate charters in the U.S. and the E.U.*, in *NY Univ. Journ. Law*, 2006, 91 ss.

<sup>61</sup> Per alcuni dati empirici R. BRAUN-H. EIDENMÜLLER-A. ENGERT-L. HORNUF, *Does charter competition foster entrepreneurship? A difference-in-difference approach to European company law reform*, in *Journ. Common Mark. Stud.*, 2013, 399 ss.

<sup>62</sup> Cfr. lo *Small Business Act for Europe* del 2008 [COM(2008) 394 final].

<sup>63</sup> V. in Francia la *Loi Dutreil pour l'initiative économique* del 2003; in Italia la stessa Riforma del 2003; in Germania il *Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen* del 2008; in Spagna la *Ley de la sociedad limitada Nueva Empresa* del 2003; in Olanda la *Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht* del 2012.

<sup>64</sup> V., per una sistematizzazione, H. FLEISCHER, *Internationale Trends*, (nt. 59), 1085 ss.

uscita dalla Riforma del 2003, con le peculiari norme imperative a tutela delle reciproche posizioni dei soci che la definivano, ha mostrato tutti i suoi limiti.

In tale contesto a cadere sotto i colpi degli interventi riformatori è stato per primo il capitale sociale minimo, che sino alla fine del XX° secolo era invece previsto anche per le società chiuse da pressoché tutti gli ordinamenti europeo-continentali<sup>65</sup>, mentre oggi è ammessa in molte nazioni la possibilità di costituire una s.r.l. con capitale di un solo euro<sup>66</sup>. Un altro aspetto oggetto di revisione, in quanto considerato (a torto o a ragione) un ostacolo alla creazione di nuove imprese, è quello delle formalità previste per la registrazione, con una particolare attenzione alla costituzione per via telematica o, comunque, alla semplificazione dei relativi adempimenti<sup>67</sup>.

Particolare enfasi è stata, infine, attribuita alla predisposizione di sotto-tipi della s.r.l. dedicati alle nuove iniziative imprenditoriali e caratterizzati da una forte semplificazione, se non addirittura da una standardizzazione, della loro articolazione statutaria<sup>68</sup>. Tra di essi si annoverano: la *sociudad limitada nueva empresa (SLNE)* introdotta, seppur senza particolare successo<sup>69</sup>, in Spagna nel 2003; la *Unternehmergesellschaft (UG)*, nata in Germania nel 2008; la *société privée à responsabilité limitée-starter (SPRL-S)*, introdotta in Belgio nel 2010 e poi abolita a seguito della riforma generale del diritto societario del

---

<sup>65</sup> Nella misura di euro 7.500 per la *s.à.r.l.* francese, di euro 10.000 per la s.r.l. italiana, di euro 18.000 per la *BV* olandese, di euro 25.000 per la *GmbH* tedesca e di euro 35.000 per quella austriaca.

<sup>66</sup> Per la s.r.l.s. e la s.r.l. a capitale ridotto, considerate come varianti della s.r.l., suoi sotto-tipi o, più genericamente, regimi derogatori di norme (sino ad allora inderogabili) del tipo s.r.l., v. M. CIAN, *S.r.l., s.r.l. semplificata, s.r.l. a capitale ridotto. Una nuova geometria del sistema o un sistema disarticolato?*, in *Riv. soc.*, 2012, 1104 ss.; G. FERRI JR., *Prime osservazioni in tema di società a responsabilità limitata semplificata e di società a responsabilità limitata a capitale ridotto*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, II, 135 ss.; G. RACUGNO, *Il capitale sociale nelle s.r.l.*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 145 ss.; M. RESCIGNO, *La società a responsabilità limitata a capitale ridotto e semplificata*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2013, 65 ss. Le due eccezioni al fenomeno sono l'Austria e la Germania, che continuano a richiedere un capitale minimo piuttosto elevato, sebbene in Austria sia ammesso il peculiare regime della *Gründungsprivilegierung* (§ 10b *GmbHG*). Per ulteriori dettagli v. M. GRIMM, *Die Finanzverfassung der kleinen Kapitalgesellschaft. Eine rechtsvergleichende Untersuchung der Reformdiskussion in Europa*, Duncker & Humblot, Berlin, 2013, 51 ss.; A. BARTOLACELLI, *Almost capital-less companies*, (nt. 60), 197 ss.

<sup>67</sup> Cfr. H. FLEISCHER, *Internationale Trends*, (nt. 59), 1086.

<sup>68</sup> Cfr. sul punto H. FLEISCHER, *Internationale Trends*, (nt. 59), 1088-1089; G.B. PORTALE, *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con «capitale destinato» (Capitale sociale quo vadis?)*, in *Riv. soc.*, 2010, 1237 ss.

<sup>69</sup> Cfr. A. BARTOLACELLI, *Almost capital-less companies*, (nt. 60), 199.

2019<sup>70</sup>; in Italia la s.r.l.s., originariamente introdotta nel 2012 per i soli soci *under 35*, poi aperta nel 2013 a qualsiasi età anagrafica<sup>71</sup>; in Danimarca la *ivaersaetterselskab (IVS)*, creata nel 2014 sul modello della *UG* tedesca, e poi anch'essa abolita nel aprile 2019<sup>72</sup>.

Tuttavia, sfuggiva all'attenzione dei diversi legislatori nazionali<sup>73</sup>, forse perché in parte già attrezzati a fare fronte a tale realtà<sup>74</sup>, l'esigenza di predisporre per imprese innovative un *level playing field* adatto alla libera negoziazione privata dell'ottimale assetto finanziario e gestionale dell'impresa. Gli ulteriori interventi riformatori, susseguitisi nel lustro 2012-2017, dovevano liberare la s.r.l. dal "fardello" di norme imperative (espresse o qualificate tali dalla dottrina) dettate per la regolamentazione di una fenomenologia, quella delle P.M.I. "tradizionali", diversa da quella delle *startup* innovative.

---

<sup>70</sup> V. art. 5:1 ss. del *Code des sociétés et des associations* del 23 marzo 2019.

<sup>71</sup> Per alcuni dati empirici sui costi di costituzione delle s.r.l.s., v. L. LAVECCHIA-C. STAGNARO, *There ain't no such thing as a free deed: the case of Italian notaries*, in *Eur. Journ. Law Econ.*, 2019, 277 ss.

<sup>72</sup> In argomento, v. ora J.L. HANSEN, *Editors' Note: Companies without Legal Capital and the Strange Case of Denmark*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev.*, 2019, 677, in part. 680 ss., il quale ricorda le ragioni politiche (discutibili) che hanno motivato siffatta abolizione, individuate da una commissione governativa nell'abusivo utilizzo dell'*IVS* per atti di evasione fiscale.

<sup>73</sup> Un'eccezione è ora rappresentata anche dalla Slovenia, la quale, con una modifica al codice di commercio entrata in vigore il 1° gennaio 2017, sull'esempio della *société par actions simplifiée (SAS)* francese, ha introdotto il nuovo tipo societario della s.p.a. semplificata, dotata di maggiore flessibilità sul piano gestionale e finanziario, con il preciso obiettivo di politica legislativa di favorire la costituzione e lo sviluppo di imprese innovative finanziate da *VCs*. Per uno sguardo d'insieme sulle principali novità, v. M. PATAKYOVA-M. KAČALJAK-B. GRAMBLIČKOVÁ-J. MAZÜR, *Slovak Simple Joint Stock Company – Critical Review and Preliminary Assessment*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev.*, 2020, 205 ss.

<sup>74</sup> Si pensi, ad esempio, alla Germania, ove in ossequio al citato § 45 *GmbHG*, nessuno dubitava circa la possibilità di emettere quote di diversa categoria, con voto escluso o addirittura senza diritto agli utili [in dottrina cfr., sull'argomento, H. FLEISCHER, *Gewinn- und stimmrechtslose Personengesellschafts- und GmbH-Geschäftsanteile*, in M. CASPER-L. KLÖHN-W.-H. ROTH-C. SCHMIES (a cura di), *Festschrift für Johannes Köndgen zum 70. Geburtstag*, RWS, Köln, 2016, 201 ss. (il quale ricorda però che l'esclusione dalla partecipazione agli utili può essere eventualmente contraria ai buoni costumi e, quindi, nulla ex § 138 *BGB*); W. ZÖLLNER, *Inhaltsfreiheit bei Gesellschaftsverträgen*, in M. LUTTER-P. ULMER-W. ZÖLLNER (a cura di), *Festschrift 100 Jahre GmbH-Gesetz*, (nt. 32), 85 ss.; in giurisprudenza, in tale senso, già *BGH*, 14.7.1954 – II ZR 342/53, in *BGHZ*, 14, 264]. Lo stesso vale per la *besloten vennootschap* olandese, il cui statuto può prevedere l'emissione di quote con voto limitato e senza voto, purché non prive anche del diritto agli utili e alla quota di liquidazione (Art. 2:228, commi 4 e 5, *Nieuw Burgerlijk Wetboek*).

Ma andiamo per ordine, esaminando le singole tappe di questa “rivoluzione copernicana”.

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

Le profonde modifiche subite dal diritto societario italiano nel quinquennio 2012-2017 costituiscono, è cosa nota, una risposta alla pressoché nulla crescita della produttività e ad un tasso di innovazione e sviluppo molto basso dell'economia italiana<sup>75/76</sup>. È per questo motivo, balzato in cima all'agenda politica con il determinante impulso delle istituzioni europee<sup>77</sup>, che il MISE nominò una commissione di dodici esperti nel campo delle *startup*, degli strumenti per la loro crescita (incubatori, acceleratori, ecc.) e del *venture capital*, che terminò i suoi lavori con l'elaborazione di un rapporto denominato “Restart, Italia!”<sup>78</sup>, contenente specifiche proposte di riforme nel campo del diritto

---

<sup>75</sup> V. analogamente O. CAGNASSO, *Uno sguardo all'evoluzione legislativa successiva alla riforma: un percorso lineare o discontinuo?*, in *Le nuove s.p.a.* Trattato diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, Bologna, Zanichelli, 2013, 193 ss. Sul punto v. M. BUGAMELLI-F. LOTTI-M. AMICI-E. CIAPANNA-F. COLONNA-F. D'AMURI-S. GIACOMELLI-A. LINARELLO-F. MANARESI-G. PALUMBO-F. SCOCCIANI, E. SETTE, *Productivity growth in Italy: a tale of a slow-motion change*, Questioni di Economia e Finanza della Banca d'Italia n. 422, disponibile su: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2018-0422/QEF\\_422\\_18.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2018-0422/QEF_422_18.pdf), ultimo accesso il 15 giugno 2020.

<sup>76</sup> Il tema dei c.d. *causational links* e in particolare se il *driver* dello sviluppo di imprese innovative sia la presenza di idee innovative in quanto tali (“*innovation first hypothesis*”) o la presenza di *venture capitalists (VC)* disposti a finanziarle (“*VC first hypothesis*”), è discusso in dottrina: cfr. B.S. BLACK-R.J. GILSON, *Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets*, in *J. Fin. Econ.*, 1998, 243 ss.; EID., *Does venture capital require an active stock market?*, in *Journ. of App. Corp. Fin.*, 1999, 36 ss.; J. ARMOUR-D. CUMMING, *The Legislative Road to Silicon Valley*, in *Oxf. Econ. Pap.*, 2006, 596 ss.; M. UEDA-M. HIRUKAWA, *Venture Capital and Innovation: Which is First?* in *Pacific Economic Review*, 2011, 421 ss.

<sup>77</sup> V., ad esempio, la *Raccomandazione del Consiglio, del 10 luglio 2012, sul programma nazionale di riforma 2012 dell'Italia e che formula un parere del Consiglio sul programma di stabilità dell'Italia 2012-2015* (2012/C 219/14), in *Gazz. Uff. UE*, 24 luglio 2012, la cui raccomandazione n. 6 esplicitamente si riferiva alla necessità di «migliorare l'accesso agli strumenti finanziari, in particolare al capitale, per finanziare le imprese in crescita e l'innovazione».

<sup>78</sup> V. *Restart, Italia!, Rapporto della Task Force sulle startup istituita dal Ministro dello Sviluppo Economico*, 2012, disponibile su: <https://www.mise.gov.it/index.php/it/per-i-media/pubblicazioni/2030418-rapporto-restart-italia>, ultimo accesso il 15 giugno 2020.

societario. Più in particolare, nella consapevolezza che la sistemazione della materia frutto della Riforma del 2003 fosse inadatta a recepire le istanze dei finanziatori di imprese innovative<sup>79</sup>, la sezione significativamente denominata “iSRL” del rapporto<sup>80</sup> suggeriva l’introduzione dei tipici strumenti di finanziamento utilizzati dal *Venture Capital*, quali il *work for equity*, l’abbandono del regime del capitale minimo, la possibilità di emettere titoli di debito convertibili e classi di partecipazioni, quali ad esempio le *performance shares* per i fondatori e il *team* originario e le *seeding shares* per gli investitori, così da poter incorporare nel contratto sociale tutti quei diritti che tipicamente vengono attribuiti al finanziatore VC (clausole di co-vendita, privilegio in sede di liquidazione, nomina degli amministratori, ecc.). Il Rapporto, tra le altre cose, suggeriva alcune modifiche e semplificazioni in tema di disciplina delle società di gestione del risparmio<sup>81</sup>, l’agevolazione per la costituzione di “*investment companies*”<sup>82</sup>, l’introduzione di un regime *ad hoc* per il *crowdfunding*<sup>83</sup> e una regolazione più di favore della crisi, della liquidazione e dell’insolvenza<sup>84</sup>. Non bisogna tra l’altro dimenticare che a livello europeo era proprio in quel momento in corso la discussione sulla proposta della Commissione di introdurre un regolamento sui fondi europei di *venture capital*, proposta che comprendeva, tra gli investimenti ammissibili per quei fondi, gli strumenti di “*equity*” e di “*quasi equity*” tipici del *VC financing*; sulla proposta si era formato un rapido consenso politico e sul finire dell’estate del 2012, dopo il primo passaggio al Consiglio Europeo e al Parlamento Europeo, essa appariva ormai matura<sup>85</sup>.

Gli auspici del Rapporto venivano recepiti dagli artt. 25-32 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179<sup>86</sup>, quantomeno a livello di obiettivo di politica generale<sup>87</sup>,

---

<sup>79</sup> Nel senso che la disciplina delle s.r.l. non avrebbe consentito la realizzazione di operazioni di VC, v. già B. SZEGO, *Finanziare l’innovazione; il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 821 ss.

<sup>80</sup> Cfr. *Restart, Italia!*, (nt. 78), 51-52.

<sup>81</sup> Cfr. *Restart, Italia!*, (nt. 78), 53-54, sotto la sezione «Semplificare le organizzazioni che investono in *startup*».

<sup>82</sup> Cfr. *Restart, Italia!*, (nt. 78), 55-56.

<sup>83</sup> Cfr. *Restart, Italia!*, (nt. 78), 79-81.

<sup>84</sup> Cfr. *Restart, Italia!*, (nt. 78), 97-101.

<sup>85</sup> Il regolamento (UE) 345/2013 sarebbe stato approvato definitivamente il 17 aprile 2013. La proposta di regolamento della Commissione era del 7 dicembre 2011.

<sup>86</sup> Convertito nella l. 18 dicembre 2012, n. 221.

<sup>87</sup> Cfr., per un esplicito richiamo alla necessità di favorire la formazione, lo sviluppo e il fi-

con un esplicito richiamo alla necessità di favorire la formazione, lo sviluppo e il finanziamento di imprese tecnologicamente innovative, così riuscendo a favorire la crescita e la competitività dell'intero sistema economico nazionale. Sotto un profilo più strettamente normativo, il d.l. 179/12 è intervenuto, come noto, a beneficio di un novero estremamente limitato di s.p.a., di cooperative e, soprattutto, di s.r.l., qualificabili come “*startup* innovative”<sup>88</sup>. Il legislatore ha dunque individuato una cerchia ristretta di imprese (le *startup* innovative) al solo fine di garantire loro un vantaggio competitivo, eccezionale<sup>89</sup> e temporaneo<sup>90</sup>, rispetto a quelle regolate dalle norme del codice civile e, in particolare, rispetto a quelle costituite in forma di s.r.l., che hanno visto così ridotto<sup>91</sup> il divario rispetto alle s.p.a.<sup>92</sup>. Tali innovazioni<sup>93</sup> consistono nella possibilità di: *i*) emettere categorie di quote, anche in deroga all'art. 2468, secondo e terzo comma, c.c., seppur potendo determinarne il contenuto nei «limiti imposti dalla legge» (art. 26, secondo comma), oltre che strumenti finanziari (art. 26, settimo comma); *ii*) emettere categorie di quote prive del diritto di voto, con diritto di voto limitato o non proporzionale rispetto alla quota di capitale rappresentata o, ancora, subordinato al verificarsi di condizioni, con l'ovvia esclusione di quelle meramente potestative (art. 26, terzo comma); *iii*) essere esen-

---

nanziamento di imprese tecnologicamente innovative, così riuscendo a favorire la crescita e la competitività dell'intero sistema economico nazionale, il rapporto ministeriale di accompagnamento al d.l. 179/2012.

<sup>88</sup> I requisiti sono posti dall'art. 25, secondo comma, d.l. 179/2012. Al giorno d'oggi individuare gli esatti contorni della “innovatività”, così come posti dalla norma, è questione che ha perso però gran parte della sua rilevanza, quantomeno dalla prospettiva del diritto societario, essendo state estese nel frattempo quasi tutte le innovazioni originariamente previste per questa tipologia di società a pressoché tutte le imprese italiane esercitate nella forma della s.r.l.

<sup>89</sup> M. CIAN, *Società “start-up” innovative e PMI [Piccole e Medie Imprese] innovative*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 969 ss.

<sup>90</sup> Art. 25, terzo comma, d.l. 179/2012.

<sup>91</sup> Soprattutto dal lato del finanziamento e sulla scia dei di poco precedenti interventi normativi volti a “rivitalizzare” l'istituto delle cambiali finanziarie e a permettere alle s.r.l. l'emissione di obbligazioni “anche partecipative”, cfr. l'art. 32 del d.l. 22 giugno 2012, n. 83, conv. l. 7 agosto 2012, n. 134, poi modificato (per quanto concerne la possibilità di introdurre clausole di partecipazione) dall'art. 36, terzo comma, lett. a), del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, conv. l. 17 dicembre 2012, n. 221.

<sup>92</sup> Cfr. P. BENAZZO, *Start-up e PMI innovative*, in *Dig. Disc. Priv., Sez. Comm.*, VIII, Torino, UTET, 2017, 467 ss., in part. 470.

<sup>93</sup> Su cui v., per un inquadramento generale, P. BENAZZO, *Start up*, (nt. 92), 467 ss.; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, (nt. 8); M. CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 138 ss.

tate dalla disciplina fiscale delle società c.d. “di comodo” (art. 26, quarto comma); *iv*) offrire, in deroga a quello che si è visto essere stato da sempre un carattere tipologico della s.r.l., peraltro codificato espressamente dall’art. 2468, primo comma, c.c., le proprie quote al pubblico «anche» – e, quindi, non solo – tramite portali di *crowdfunding* (artt. 26, quinto comma e 30, art. 100-ter T.U.F. e Regolamento CONSOB 18592/13); *v*) derogare al divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni stabilito dall’art. 2474 c.c. in attuazione di piani di incentivazione di dipendenti, amministratori o prestatori d’opera (art. 26, sesto comma); *vi*) godere di un regime di favore nel caso di riduzione del capitale per perdite (art. 26, primo comma).

### 6.3. Da eccezione a regola: gli interventi del 2015 e 2017.

Quelle che dovevano essere eccezioni temporanee ad un sistema oramai consolidato si sono diffuse rapidamente. Prima a tutte le Piccole e Medie Imprese (PMI<sup>94</sup>), purché innovative, grazie all’art. 4 del d.l. 24 gennaio 2015, n. 3<sup>95</sup>, poi a tutte le PMI, anche non innovative, grazie al d.l. 24 aprile 2017, n. 50<sup>96</sup>, che si sono limitati a mutare la fattispecie di riferimento di pressoché<sup>97</sup> tutta la disciplina dell’art. 26 d.l. n. 179/2012. Rimangono escluse dal campo di applicazione delle riforme le sole s.r.l. “grandi”, come se il legislatore si fosse vergognato di ammettere sino in fondo che la disciplina uscita dalla riforma del 2003 era già largamente superata<sup>98</sup>.

Il quinquennio di riforme 2012-2017 ha quindi grandemente indebolito, sino quasi ad annullarla, la valenza normativa del tipo<sup>99</sup> s.r.l. così come definito

---

<sup>94</sup> Ossia, in accordanza con i criteri dettati dall’All. 2, art. 2 della Raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE, ora recepiti dall’art. 2, par. 1, lett. f), Reg. UE 2017/1129, quelle imprese con meno di 250 impiegati e con un fatturato annuale non superiore a 50 milioni di euro o un bilancio complessivo non superiore a 43 milioni.

<sup>95</sup> Conv. l. 24 marzo 2015, n. 33.

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

<sup>97</sup> Con l’eccezione, già menzionata, degli strumenti finanziari partecipativi, la cui emissione è riservata alle sole PMI innovative.

<sup>98</sup> Ritengono incoerente la scelta legislativa P. BENAZZO, *Start up*, (nt. 92), 470 e P. BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l.*, (nt. 54), 177-178, ove in nota anche dati statistici sulla rilevanza nel tessuto economico italiano delle s.r.l. non P.M.I.

<sup>99</sup> Sulla valenza normativa del tipo *v.*, oltre ovviamente a P. SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, CEDAM, 1974; con più specifico riferimento alla s.r.l. le osservazioni di G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 15 ss. Di «tessuto sfibrato e lacerato»

nel 2003, sino ad allora basato sul presupposto dell'omogeneità d'interessi e vedute dei soci, tutti interessati alla gestione dell'impresa sociale. All'esito, il nostro ordinamento sembra aver recepito la possibilità, già presente ad altre esperienze europee-continentali ed anglosassoni, di un "dual-use" della s.r.l., così abbandonando il paradigma di riferimento della s.r.l. quale "società di persone a responsabilità limitata", con tutte le norme a tutela dei soci che ne derivavano, a favore della possibilità di disegnare anche una s.r.l. *VC-backed* con una maggiore libertà statutaria idonea a favorire i rapporti con possibili investitori privati.

D'altro canto, con l'introduzione del *crowdfunding* e il venir meno del divieto di appello al pubblico risparmio, il legislatore italiano sembra essersi avviato, poi seguito da altri legislatori europei<sup>100</sup>, verso un progressivo abbandono del secolare sistema tedesco basato su una distinzione tra s.p.a. aperta al mercato e s.r.l. invece chiusa, senza però approdare a lidi conosciuti<sup>101</sup>.

---

parla al giorno d'oggi, con riferimento al tipo s.r.l., M. CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"?*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 19 ss., in part. 20. L'Autore appena citato, invero, è stato prolifico di eleganti metafore per descrivere la situazione di indubbia confusione concettuale generata dal legislatore: di «modelli societari [s.p.a. e s.r.l.] sempre più elastici e manipolabili, separati da confini tipologici sempre più sfocati e indistinti, come quelle frontiere che alcuni europei hanno tracciato a tavolino nei deserti altrui», parla in ID., *Il futuro delle società di capitali*, (nt. 93), 142. Similmente N. BACCETTI, *Informazione e postergazione tra s.p.a. e nuove s.r.l. che esercitano piccole e medie imprese*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, 689 ss., in part. 705; P. BENAZZO, *Categorie di quote*, (nt. 56), 1449 ss., ove l'Autore parla di «alterazioni genetiche del modello s.r.l. che da singolari ed eccezionali *vulnus* [sono] viceversa destinate a operare pervasivamente, quanto indistintamente, all'interno (e con effetti destabilizzanti) del modello comune», per poi concludere che la «*finis terrae* che per quindici lustri (1942-2017) ha segnato il *limen typi* tra i due codici organizzativi sociali, di capitali e a responsabilità limitata di tutti i soci, è stata definitivamente superata»; S.A. CERRATO, *La parabola di start-up e PMI dalla s.r.l. alla s.p.a.*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 39 ss., in part. 4344, a giudizio del quale, però, il legislatore non è riuscito a raggiungere l'obiettivo di rendere appetibile la s.r.l. quale veicolo di attrazione di nuovi investimenti.

<sup>100</sup> Similmente si è da poco orientato il legislatore olandese, il quale ha concesso alle c.d. *Beurs-Besloten Vennootschap* la possibilità di emettere certificati nominativi quotati su un mercato regolamentato (*Nx'change*), incorporanti i diritti patrimoniali, ma non quelli amministrativi, della relativa partecipazione. Nella stessa direzione si è mosso il legislatore belga ai sensi degli artt. 5:1, 5:2 e 5:18 *Code des sociétés et des associations*, in vigore dal 1° maggio 2019. Per un esame della problematica riferita alla nostra s.r.l., v. ora E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 2019, 675 ss.

<sup>101</sup> Ulteriore colpo alla distinzione tra tipi è stato poi inferto dal Codice della crisi che, seppur, come osservato da G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"?*, (nt. 7), 13, probabilmente sulla base di considerazioni di politica legislativa non del

L'alternativa al sistema dualistico, infatti, sarebbe stata quella degli ordinamenti inglese e statunitense, in cui la distinzione tra *private companies/close corporations* e *public companies/corporations* non è tra tipi, ma tra tipo generale e sottotipo, o tra “modelli” nell'ambito di un medesimo tipo.

## PARTE II: IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE STARTUP “VC-BACKED”

A nostro parere, la riforma del 2012-2017 va letta dalla prospettiva del *venture capital* prima che da quella del *crowdfunding*, come testimoniato dalla particolare attenzione riservata dal “Restart Italia!” prima, e del legislatore poi, anche successivamente al citato quinquennio di riforme<sup>102</sup>, a strumenti tipicamente utilizzati dai *business angels* e dai *venture capitalists*. In questa parte vogliamo esporre sinteticamente le tecniche usate nel finanziamento del-

---

tutto coincidenti con quelle di incentivazione degli investimenti o tutela del risparmio, ha sostanzialmente esteso a tutte le s.r.l. (PMI o meno) alcune disposizioni sino ad ora previste per la sola s.p.a. in tema di amministrazione, controlli, doveri e responsabilità dei rispettivi organi.

<sup>102</sup> Ma v. già l'art. 31, secondo comma, del d.l. 6 luglio 2011 n. 98, conv. l. 15 luglio 2011, n. 111, come da ultimo modificato, che definisce quali “Fondi per il *Venture Capital*” quei soggetti che, sotto varie forme, «investono almeno l'85 per cento del valore degli attivi in piccole e medie imprese (PMI) non quotate [...] nella fase di sperimentazione (*seed financing*), di costituzione (*start-up financing*), di avvio dell'attività (*early-stage financing*) o di sviluppo del prodotto (*expansion o scale-up financing*)».

Successivamente al 2017, il legislatore ha ribadito la centralità del fenomeno *VC* occupandosi del Fondo Nazionale Innovazione (FNI), istituito dall'art. 1, comma duecentonove, della l. 30 dicembre 2018, n. 145 (finanziaria 2019) che «al fine di promuovere gli investimenti in capitale di rischio da parte di operatori professionali, lo Stato, tramite il Ministero dello sviluppo economico, può sottoscrivere quote o azioni di uno o più Fondi per il *venture capital* o di uno o più fondi che investono in Fondi per il *venture capital*» come definiti dal citato d.l. 98/2011. Le modalità di intervento del FNI sono poi state stabilite con il d.m. 27 giugno 2019 (in G.U. n. 176 del 29 luglio 2019) che, anche solo nelle definizioni introduttive (v. in part. la lett. j), laddove definisce il “*quasi-equity*” e ammette che «possono essere strutturati come debito, non garantito e subordinato, compreso il debito mezzanino e in alcuni casi convertibile in *equity* o come capitale privilegiato (*preferred equity*)», mostra di far riferimento alle tecniche di finanziamento del *VC*.

Analoghi richiami sono contenuti nel recentissimo “Decreto Rilancio” (d.l. 19 maggio 2020, n. 34, conv. l. 17 luglio 2020, n. 77) all'art. 38 (rubricato “Rafforzamento dell'ecosistema delle start-up innovative”).

le *startup* innovative e il ruolo fondamentale, purtroppo dimenticato dal rapporto “Restart Italia!”, di un diritto societario che garantisca sufficiente autonomia statutaria all’imprenditore o al *team* di imprenditori (*founders*) e ai finanziatori esterni (“*family friends and fools*”, *business angels* e *venture capitalists*) in sede di negoziazione dei relativi rapporti.

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

Il finanziamento di un’impresa *startup* è processo complesso, visto che la società finanziata si riduce spesso meramente ad un’idea di *business* e ad una squadra di soggetti innovatori. La definizione della struttura finanziaria risulta fortemente condizionata dal concreto atteggiarsi degli interessi facenti capo all’imprenditore-fondatore ed agli investitori esterni<sup>103</sup>. Infatti, diversi problemi possono presentarsi nell’ambito del rapporto di agenzia corrente tra i soggetti coinvolti nell’operazione di finanziamento, tutti riconducibili ad asimmetrie informative, incertezza contrattuale e fenomeni di opportunismo vario<sup>104</sup>.

In primo luogo, il finanziatore deve subito interrogarsi sulle ragioni per le quali il fondatore, spesso fuoriuscito da un’impresa tecnologica, non abbia ottenuto mezzi finanziari sufficienti a sviluppare il proprio progetto da parte del proprio precedente datore di lavoro o da altri contatti nel settore in cui intende

---

<sup>103</sup> Per una prima efficace illustrazione dei possibili conflitti di *agency* correnti tra le parti dell’operazione di finanziamento di un’impresa innovativa, sia nella fase *early stage* che in quelle successive di espansione (*later stages*), cfr. T. KUNTZ, *Gestaltung von Kapitalgesellschaften zwischen Freiheit und Zwang*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2016, 43 ss.; ID., *Interessenkonflikte in Venture Capital-Finanzierungen und vertragliche Lösungsansätze*, in S. GRUNDMANN-F. MÖSLEIN (a cura di), *Innovation und Vertragsrecht*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2020, 189 ss.; D.J. CUMMING-S.A. JOHAN, *Venture Capital and Private Equity Contracting*, Cambridge (MA), Academic Press, 2009, 32 ss.; nonché P. GIUDICI-P. AGSTNER, *Startups and Company Law*, (nt. 2), 601 ss. In generale sui conflitti tra soci nelle società chiuse, v., anche per dati empirici, P. AGSTNER, *Shareholder Conflicts in Close Corporations between Theory and Practice: Evidence from Italian Private Limited Liability Companies*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2019 (online), 1 ss.

<sup>104</sup> V., per tutti, R.J. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, in *Stan. L. Rev.*, 2003, 1067 ss., in part. 1076; G.G. TRIANTIS, *Financial Contract Design in the World of Venture Capital*, in *U. Chi. L. Rev.*, 2001, 305 ss., in part. 307 ss.; R.P. BARTLETT III, *Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation*, in *UCLA Law Rev.*, 2006, 37 ss.; E. POLLMAN, *Startup Governance*, (nt. 4), 155 ss.

avviare la nuova impresa. Il rapporto tra il finanziatore e il fondatore si apre subito, dunque, all'insegna di un profondo pericolo di selezione avversa, in cui il primo rischia di fornire capitali ad una persona o un *team* le cui idee e competenze non hanno trovato l'appoggio di soggetti apparentemente più informati<sup>105</sup>.

Soprattutto, il finanziatore è esposto al rischio di azzardo morale da parte del fondatore, il quale potrebbe opportunisticamente utilizzare le somme erogate per finalità estranee allo sviluppo del progetto imprenditoriale o, più semplicemente, non dedicare sufficienti sforzi ed energie in vista del raggiungimento degli obiettivi aziendali stabiliti. L'operazione di finanziamento è, quindi, strutturata in modo tale da evitare il problema di un non adeguato impegno, rispetto ai bisogni e alle promesse, da parte del fondatore<sup>106</sup>. Infatti, visto che il finanziatore non è in grado di misurare la quantità e qualità degli sforzi lavorativi profusi dal fondatore sino a quando una qualche creazione di valore diviene tangibile, il finanziamento è scaglionato per fasi (o *milestones*) di avanzamento secondo un principio di *reward for performance*, ove il raggiungimento di determinati obiettivi di prestazione incentiva il finanziatore a fornire ulteriore capitale di rischio o di debito<sup>107</sup>. Al fine di assicurare un efficace funzionamento del principio di premialità, i diritti patrimoniali ed amministrativi vengono assegnati in modo tale da consentire al fondatore di recuperare eventualmente l'investimento fatto soltanto a progetto realizzato, ovvero quando le partecipazioni o l'azienda sono vendute sul mercato a imprese consolidate o quando viene promossa un'offerta pubblica iniziale (*IPO*)<sup>108</sup>. Per converso, l'investitore potrà acquisire il pieno controllo della società qualora il rendimento risulti insoddisfacente e tale da consigliare una anticipata interruzione o vendita di imprese oramai ridotte a "*living deads*"<sup>109</sup>.

---

<sup>105</sup> Si occupano di questo tema J. BANKMAN-R.J. GILSON, *Why start-ups?*, in *Stan. L. Rev.*, 1999, 289, in part. 291 ss.

<sup>106</sup> D.J. CUMMING-S.A. JOHAN, *Venture Capital*, (nt. 103), 42 s.

<sup>107</sup> Sul meccanismo scaglionato di finanziamento tipico del *reward for performance*, v., per una sintesi, T. KUNTZ, *Interessenkonflikte*, (nt. 103), 195 ss.; più ampiamente, P.A. GOMPERS, *Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital*, in *J. Finance*, 1995, 1461 ss. (ove si sottolinea anche che siffatto *staging* riduce la necessità ed il correlativo costo del controllo sulla gestione dell'impresa); D.V. NEHER, *Staged Financing: An Agency Perspective*, in *Rev. Econ. Stud.*, 1999, 255, 262 ss.

<sup>108</sup> Il profitto di cui godrà il fondatore dipende dal funzionamento delle c.d. *liquidation preferences*, su cui v. *infra* il § 15.7.

<sup>109</sup> Per "*walking dead*" o "*living dead*" si intende nel gergo le società che non producono né perdite né generano particolari profitti. All'investitore, in particolare quando trattasi di fondo

Infine, possono verificarsi situazioni di conflittualità a danno di investitori preesistenti, meglio conosciute nella letteratura economica con il termine *trilateral bargaining*. Un tale problema si verifica se le negoziazioni tra due o più parti (ad es., fondatore ed investitore A) pregiudicano gli interessi di un soggetto ulteriore (ad es., investitore B)<sup>110</sup>. Al riguardo, si distinguono due forme, ovvero l'annacquamento della partecipazione di un precedente investitore (*dilution*) e l'appropriazione di valori patrimoniali di difficile valutazione (*asset stripping*).

Siffatti complessi problemi di agenzia vengono governati nella prassi operativa tramite diversi strumenti di tutela contrattuale, presenti a livello statutario o in accordi parasociali, congegnati il più delle volte seguendo gli schemi tipo elaborati dalla *National Venture Capital Association*<sup>111</sup>. Si assiste così tipicamente all'impiego di obbligazioni convertibili e azioni privilegiate convertibili, all'adozione di schemi di incentivazione dell'azionariato dei dipendenti o dei professionisti che collaborano con la società (c.d. *work for equity*), alla previsione di clausole anti-diluzione (specialmente di tipo *weighted average* o *full ratchet*<sup>112</sup>), di diritti di co-vendita, di speciali prerogative di *exit*, nonché di diritti di informazione e di nomina di componenti dell'organo amministrativo<sup>113</sup>.

---

di *venture capital* con portafoglio diversificato di investimenti, conviene abbandonare il prima possibile siffatti *living dead* per reinvestire celermente le risorse disponibili in iniziative più promettenti al fine di realizzare un c.d. *high flyer* o *home run*. Si veda in argomento e per la relativa terminologia, J.W. BARTLETT, *Equity finance: Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganizations*<sup>2</sup>, I, Aspen Publishers, New York, 1995, 302.

<sup>110</sup> Cfr. A. BERGLÖF, *A Control Theory of Venture Capital Finance*, in *J. L. Econ. & Org.*, 1994, 247 ss.; T. KUNTZ, *Gestaltung von Kapitalgesellschaften*, (nt. 103), 54 s., il quale riporta il seguente esempio: il fondatore e l'investitore A detengono la maggioranza dei voti, mentre l'investitore B non dispone di un potere di blocco del programmato aumento di capitale destinato all'ingresso del nuovo investitore C. In una tale situazione, il fondatore, gli investitori A e C potrebbero coalizzarsi per danneggiare la posizione corporativa di B.

<sup>111</sup> Si tratta, in particolare, oltre che di un *term sheet* non vincolante, dei seguenti documenti contrattuali: *founders' share purchase agreement*; *preferred share purchase agreement*; *investors' rights agreement*; *voting agreement* e accordi contenenti restrizioni alla libera circolazione delle partecipazioni del fondatore (quali un diritto di prelazione in favore del finanziatore o patti di co-vendita). Tali modelli standard sono disponibili sul sito internet nella *NVCA* ([www.nvca.org](http://www.nvca.org)). In dottrina per riferimenti, v. J. BURCHARDT-U. HOMMEL-D.S. KAMURIWO-C. BILLITTERI, *Venture Capital Contracting in Theory and Practice: Implications for Entrepreneurship Research*, in *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 2016, 25 ss.

<sup>112</sup> Su queste tipologie di clausole anti-diluzione si veda, in via di prima approssimazione, J.W. BARTLETT, *Equity finance*, (nt. 109), 206 ss.

<sup>113</sup> Per un esame dettagliato delle suddette previsioni, v. T. KUNTZ, *Gestaltung von Kapitalgesellschaften*, (nt. 103), 61 ss.

Dette previsioni contrattuali, nella loro reciproca interazione, sono strumentali, per un verso, a vincolare il finanziatore al rispetto delle promesse di investimento fatte al fondatore “onesto e lavoratore”, per l’altro verso, a consentire al finanziatore di svincolarsi dalla società, capitalizzando in via preferenziale il proprio apporto, qualora le aspettative di rendimento non risultino pienamente soddisfatte. Al riguardo, si deve tener presente che per la particolare struttura delle operazioni di *venture capital*, con la presenza quale investitore di un fondo di *VC* a durata determinata (solitamente 10 anni), l’aspettativa è quella di realizzare, nell’ambito del portafoglio diversificato di investimenti, (almeno) un c.d. *home run* (nella terminologia del *baseball*, un fuoricampo, cioè un gran colpo), non potendosi il gestore del fondo accontentare di rendimenti discreti<sup>114</sup>.

## 8. I protagonisti del finanziamento di startup: l’early stage, FFFs e Business Angels.

Nel mondo statunitense delle imprese innovative, i fondi necessari per lo sviluppo dell’idea imprenditoriale provengono nella iniziale fase di avviamento (*early stage*) dai fondatori stessi (c.d. *bootstrapping*), nonché da un gruppo di soggetti descritto con l’acronimo *FFF*, che sta per *family, friends and fools* (famigliari, amici e folli)<sup>115</sup>. Detti investitori iniziali acquistano partecipazioni ordinarie, condividendo i medesimi diritti e rischi dell’imprenditore fondatore, e ciò in ragione del fatto che sia le relazioni personali esistenti tra essi sia l’ammontare modesto dell’investimento scoraggiano l’avvio di più costose e sofisticate negoziazioni contrattuali. La società viene comunemente costituita nel Delaware o, meno frequentemente, nello stato d’origine del fondatore, anche se l’arrivo di investitori da luoghi differenti da quello dello stato d’origine aumentano le probabilità di un successivo trasferimento di sede nel Delaware<sup>116</sup>.

---

<sup>114</sup> V. la precedente nt. 107.

<sup>115</sup> In argomento, v. R. KOTHA-G. GEORGE, *Friends, family, or fools: entrepreneur experience and its implications for equity distribution and resource mobilization*, in *J. Bus. Ventur.*, 2012, 525 ss.

<sup>116</sup> Per evidenze empiriche, B.J. BROUGHMAN-J.M. FRIED-D. IBRAHIM, *Delaware Law as Lingua Franca: Theory and Evidence*, in *J. Law & Econ.*, 2014, 865 ss.; in generale sulle ragioni del successo del Delaware nella *charter competition*, v. ora S. SANGA, *Network Effects in Corporate Governance*, in *J. Law & Econ.*, 2020, 1 ss. Sulla concorrenza che a sua volta il Delaware subisce da ordinamenti esteri v. W.J. MOON, *Delaware’s new competition*, *Universi-*

A seguire, intervengono frequentemente, sempre ancora nella fase *early stage*, singoli soggetti facoltosi (*angels*) o associazioni regionali di *angels* (*angel groups* o *superangels*), i quali, oltre all'apporto finanziario, generalmente forniscono anche attività di consulenza. Un tipico *round* di finanziamento erogato dagli *angels* oscilla tra centomila ed un massimo di 1 o 2 milioni USD<sup>117</sup>. Gli *angels* stipulano normalmente un contratto di investimento, quest'ultimo strutturato in modo più semplificato rispetto agli accordi contrattuali in uso nel mondo del *venture capital* (*VC*). In passato, gli *angels* usavano investire in azioni ordinarie, mentre più recentemente si assiste, soprattutto da parte dei più sofisticati *angel groups*, all'impiego di strumenti di investimento maggiormente protettivi<sup>118</sup>, quali azioni privilegiate convertibili (*seed equity*) o obbligazioni convertibili con rapporto di conversione sotto la pari (*seed debt*).

Con riferimento alle obbligazioni convertibili, la *ratio* è quella di consentire agli *angels* di esercitare il diritto di conversione contestualmente all'intervento (successivo) del *VC*, acquisendo così, sotto forma di sconto di conversione (*conversion price cap*), una quota di partecipazione al capitale di rischio ad un prezzo inferiore rispetto al valore dell'impresa al momento della conversione, ottenendo al contempo i medesimi diritti e privilegi riservati agli investitori istituzionali in sede di emissione delle azioni privilegiate nell'ambito del primo *round* di finanziamento (Serie A).

Più recentemente, i *business angels* spesso ricorrono nella fase *seed* a forme di investimento ancora più innovative e, in particolare, al c.d. *SAFE* (*simple agreement for future equity*)<sup>119</sup>. Con il *SAFE*, il titolare effettua un apporto

---

*ty of Maryland Francis King Carey School of Law Legal Studies Research Paper No. 2019-09*, disponibile su: <http://ssrn.com/abstract=3395387>, ultimo accesso il 15 giugno 2020 (in corso di pubblicazione in *Iowa Law Rev.*, 2021).

<sup>117</sup> Sul ruolo dei *BAs* nel finanziamento delle imprese *start-up* cfr., nella dottrina statunitense, J.M. LEAVITT, *Burned Angels: The Coming Wave of Minority Shareholder Oppression Claims in Venture Capital Start-up Companies*, in *N.C. J.L. & Tech.*, 2005, 223 ss., in part. 256 ss.; D.M. IBRAHIM, *The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors*, in *Vand. Law Rev.*, 2008, 1405 ss.

<sup>118</sup> In questi termini, D.M. IBRAHIM, *The (Not So)*, (nt. 116), 1448, secondo il quale «it appears that the formalization and professionalization of angel investing has brought with it a move toward venture capital-like contracts».

<sup>119</sup> In argomento, v. J.F. COYLE-J.M. GREEN, *Contractual innovation in venture capital*, in *Hastings Law J.*, 2014, 133, in part. 160 ss., in part. 161, ove gli strumenti *SAFE* vengono descritti come «deferred equity investments in early-stage technology companies». Per la dottrina italiana v. ora lo scritto di F. REDOANO, *Il SAFE: un viaggio dal modello startup della Silicon Valley all'Italia*, 1 ss., consultato per la cortesia dell'A. in forma di *working paper*, ove ulteriori riferimenti bibliografici.

che non viene qualificato né come conferimento a capitale né come erogazione di mutuo, con conseguente esclusione del maturare di interessi e limitazione dei casi di rimborso del capitale, con preferenza rispetto ai soci ordinari e postergazione rispetto ai creditori, ai soli cc.dd. *liquidity events* (per es. acquisizione, fusione o *IPO*) o allo scioglimento della società o, infine, all'apertura di una procedura concorsuale<sup>120</sup>. Con l'investimento, il relativo finanziatore acquista la possibilità di diventare automaticamente azionista (vantaggiosamente, grazie a un forte sconto nel tasso di conversione) in caso di futuro aumento di capitale, quantomeno<sup>121</sup> alle medesime condizioni pattuite dal nuovo investitore, spesso un *VC* che, investendo in capitale di rischio (seppur tramite *convertible preferred stock*), si sarà sobbarcato gli oneri della negoziazione e, in particolare, quelli connessi alla valutazione dell'impresa<sup>122</sup>. Si tratta di un negozio atipico, con caratteristiche vicine all'opzione (art. 1331 c.c.): il finanziatore conferisce denaro che gli dà diritto di diventare azionista se e quando la società farà un aumento di capitale e che invece sarebbe perso, come il prezzo di un'opzione, se l'aumento non fosse mai fatto.

Quanto alle azioni privilegiate convertibili, esse attribuiscono agli *angels* un vantaggio rispetto alle obbligazioni convertibili: tramite l'investimento in capitale di rischio sono gli stessi *angels* a procedere alla valutazione della *startup* e a determinare così l'entità della loro quota partecipativa molto prima dell'intervento del *VC*.

## 9. L'intervento dei VCs.

Nella successiva fase di espansione e, eventualmente, in quella finale che precede la quotazione in borsa, si assiste prevalentemente all'ingresso di investitori istituzionali quali fondi di *venture capital* e di *private equity*. I *VCs* tendono a concedere finanziamenti corposi che si aggirano mediamente tra i 2 e 10 milioni USD per singolo *round* di finanziamento<sup>123</sup>, con una durata media

---

<sup>120</sup> In alcune versioni è peraltro previsto il diritto a partecipare ad eventuali distribuzioni di dividendi *pari passu* con i soci (c.d. *Post Money Safe*).

<sup>121</sup> Dato che potrà sempre applicare, se più conveniente, il c.d. *SAFE price*, su cui F. RE-DOANO, *Il SAFE*, (nt. 119), 8.

<sup>122</sup> La possibilità di conversione, che, come detto, è automatica e non a scelta del titolare, è quindi solo eventuale e potrebbe non verificarsi mai se l'emittente non ottenesse finanziamenti di *venture capital* e dunque non deliberasse alcun aumento di capitale successivamente alla sottoscrizione del *SAFE*.

<sup>123</sup> Cfr. D.M. IBRAHIM, *The (Not So)*, (nt. 116), 1416.

dell'investimento nella *portfolio company* di circa 5 anni<sup>124</sup>. Inoltre, di strategico valore per il fondatore è la consulenza e la reputazione fornite dal *VC*, il quale comunemente presta attività di assistenza tecnica e manageriale, individualmente ed attrae ulteriori investitori e personale chiave, etc.<sup>125</sup>. Il primo fondo di *VC* è stato probabilmente la *American Research and Development Corp.*, costituita nel 1946 da Georges Doriot, Professore della *Harvard Business School*, e da Ralph Flanders, Presidente della *Federal Reserve Bank* di Boston<sup>126</sup>. Attualmente, l'industria del *venture capital* più sviluppata a livello mondiale è operativa nella Silicon Valley e, in misura minore, nella Route 128 di Boston, ove si rinvengono i fondi più importanti, come *Kleiner Perkins* e *Sequoia Capital*<sup>127</sup>.

Come già accennato, tali finanziatori investono nell'impresa innovativa in modo incrementale, al raggiungimento di determinati obiettivi. In corrispondenza di ogni fase di finanziamento nuovi investitori possono aggiungersi, dando così luogo ad una struttura finanziaria complessa e a potenziali conflitti d'interesse tra gli investitori stessi. Il *VC* sottoscrive quasi esclusivamente, anche per preminenti ragioni fiscali<sup>128</sup>, azioni privilegiate convertibili, le quali assicurano diritti e tutele speciali rispetto a quelle riservate ai soci ordinari<sup>129</sup>. Tali strumenti finanziari attribuiscono perlopiù un diritto di preferenza nella distribuzione degli utili (*upside protection*) e, inoltre, una preferenza nella ripartizione del residuo di liquidazione (*downside protection*), che può essere in

---

<sup>124</sup> W.A. SAHLMAN, *The structure and governance of venture-capital organizations*, in *J. Fin. Econ.*, 1990, 487.

<sup>125</sup> In argomento, v. T. HELLMANN-M. PURI, *The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital*, in *Rev. Financ. Stud.*, 2000, 959 ss.

<sup>126</sup> Sulle origini storiche dell'industria del *VC* statunitense, v. P.A. GOMPERS-J. LERNER, *A Note on the Venture Capital Industry*, *Harvard Business School Background Note* 295-065, Nov. 1994, 4; W. WEITNAUER, *Handbuch Venture Capital*<sup>4</sup>, München, C.H. Beck, 2011, 19 ss.

<sup>127</sup> Così D.M. IBRAHIM, *Financing the Next Silicon Valley*, in *Wash. Uni. L. Rev.*, 2010, 717 ss., in part. 725.

<sup>128</sup> Fra tutti, v. R.J. GILSON-D.M. SCHIZER, *Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock*, in *Harv. Law Rev.*, 2003, 874 ss.

<sup>129</sup> In generale, cfr. K.M. SCHMIDT, *Convertible Securities and Venture Capital Finance*, in *J. Finance*, 2003, 1139 ss.; W.W. BRATTON-M.L. WACHTER, *A Theory of Preferred Stock*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2013, 1815 ss. Per dati empirici, S.N. KAPLAN-P. STROMBERG, *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, in *Rev. Econ. Stud.*, 2003, 281 ss. (utilizzando un campione di 213 finanziamenti ad opera di *VCs* in 119 società portafoglio, gli Autori rilevano che nel 95,8% di tutti i *round* di finanziamento venivano utilizzate azioni privilegiate convertibili, quest'ultime rappresentanti in 79,8% dei casi l'unico strumento finanziario emesso).

forma *participating* o *non participating*. Le due forme si distinguono a seconda che assegnino (nel primo caso) o meno (nel secondo caso), oltre all'incasso pieno dell'importo portato dalla preferenza liquidatoria in sé (solitamente un multiplo dell'investimento originario o un importo fisso massimo), anche il diritto alla distribuzione *pro-quota* della residua parte del prezzo corrisposto all'esito della relativa operazione di cambio di controllo<sup>130</sup>.

Inoltre, gli accordi di investimento prevedono usualmente il diritto all'assegnazione di utili cumulativi che, se non distribuiti, progressivamente vanno ad accrescere la finale preferenza liquidatoria, nonché opzioni di conversione in azioni di categoria diversa, patti anti-diluzione, diritti di prelazione e/o di riscatto, clausole di *tag along* e *drag along*<sup>131</sup>. Infine, di prassi è anche la previsione di preferenze liquidatorie "improprie" in favore del VC, ossia di privilegi in sede di liquidazione (non della società, ma) dell'investimento tramite cessione d'azienda, vendita delle partecipazioni o fusione<sup>132</sup>.

È importante notare che frequentemente le preferenze liquidatorie eccedono l'originario prezzo di acquisto della quota di partecipazione. Ciò comporta che le azioni privilegiate acquistate dai VCs attribuiscono, di fatto, diritti patrimoniali in qualche misura paragonabili a quelli spettanti ai sottoscrittori di strumenti di debito<sup>133</sup>, tanto è vero che possono verificarsi situazioni nelle

---

<sup>130</sup> Secondo un recente studio empirico, la variante *participating* ricorre in California in più del 60% dei casi, in altre regioni addirittura in percentuali ancora maggiori: v. O. BENGSSON-S.A. RAVID, *The Geopgraphy of Venture Capital Contracts*, 36, disponibile su: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1361827](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1361827), ultimo accesso il 15 giugno 2020. La variante *non participating* assomiglia invece per certi versi a un titolo di debito convertibile.

<sup>131</sup> Per utili riferimenti, v. P. GOMPERS-W. GORNALL-S.N. KAPLAN-I.A. STREBULAEV, *How do Venture Capitalists make decisions?*, Working Paper NBER 22587, disponibile su: <http://www.nber.org/papers/w22587>, ultimo accesso il 15 giugno 2020. In generale sulle clausole di trascinarsi e accodamento nel diritto societario italiano, v., fra molti, N. CIOCCA-G. MARASÀ, *Il trasferimento delle partecipazioni*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, (nt. 42), 620 ss.

<sup>132</sup> Su tutti questi temi v. per una trattazione più ampia *infra* Parte III.

<sup>133</sup> Sottolineano questa "peculiarità" caratterizzante siffatti strumenti di investimento ed i conseguenti costi di agenzia connessi alla gestione dei rapporti tra differenti gruppi di investitori e tra questi ed il fondatore, J.M. FRIED-M. GANOR, *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, in *N.Y. Univ. Law Rev.*, 2006, 967 ss., in part. 982: «to the extent that VCs retain their preferred stock, their cash flow rights are debt-like»; in giurisprudenza, v. *Kennedy v. Venrok Associates*, 348 F.3d 584 (7th Cir. 2003), ove il Giudice prof. Richard Posner sottolinea che un'azionista privilegiato «is a kind of lender, or at least quasi-lender». Nella nostra dottrina, per simili riferimenti v. M. MOZZARELLI, *I covenants e il governo della società finanziata*, Milano, Giuffrè, 2012, 90 ss.

quali i *VCs* preferiscono la “prematura” liquidazione del proprio investimento alla continuazione della società, anche attraverso operazioni come la fusione (che negli Stati Uniti può essere regolata interamente in denaro: “*cash out merger*”) <sup>134</sup>. Ovviamente, optando per un investimento che ha comunque caratteristiche di capitale di rischio, il *VC* è in grado di controllare l’attività e le decisioni societarie con modalità non usufruibili da parte dei detentori di puri strumenti di debito (ad esempio, tramite diritti di veto su operazioni straordinarie, etc.).

I *VCs* pianificano sin da subito anche il loro *exit*, che può avvenire in diverso modo, normalmente in forma di quotazione in borsa della *startup* con vendita delle azioni (convertite) sul mercato o di cessione della partecipazione ad un’impresa concorrente (*trade sale*) <sup>135</sup>.

## 10. L’importanza di un sistema “enabling”.

È noto che il successo del sistema Silicon Valley dipende dal concorso favorevole di molteplici fattori, tra cui spiccano il rapporto virtuoso di collaborazione tra industria e università (in particolare, Stanford), un mercato del *venture capital* molto attivo e interconnesso <sup>136</sup>, con sviluppo di importanti economie di reputazione <sup>137</sup>, un intervento pubblico mirato <sup>138</sup>, nonché una forte propensione della comunità imprenditoriale e finanziaria all’in-

---

<sup>134</sup> Per un caso emblematico in giurisprudenza, v. *Orban v. Field*, 1997 WL 153831 (*Del.Ch.* 1997). Per dettagli si rinvia a C.A. NIGRO, *Venture capital-backed firms, trade sales e tutela dell’imprenditore tra shareholder value maximization e equa valorizzazione*, Tesi di dottorato discussa presso la LUISS Guido Carli di Roma, disponibile su: <https://eprints.luiss.it/1649/>, ultimo accesso il 15 giugno 2020, 162 ss.

<sup>135</sup> Sul tema, D.G. SMITH, *The Exit Structure of Venture Capital*, in *UCLA L. Rev.*, 2005, 315.

<sup>136</sup> Si consideri che una parte significativa degli investitori ha la propria sede lungo la medesima via, ovvero Sand Hill Road, Menlo Park – California, al cui numero civico n. 3000 si trovavano nel 1992 più di 30 fondi controllanti all’incirca il 10% del mercato statunitense del *VC*. Per questi dati, v. J. LERNER, *Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms*, in *J. Finance*, 1995, 301 ss.

<sup>137</sup> Sul ruolo del mercato della reputazione nello sviluppo dell’industria *VC*, v. B.S. BLACK-R.J. GILSON, *Venture capital and the structure of capital markets*, (nt. 76), 254 ss.

<sup>138</sup> Per una panoramica generale degli obiettivi perseguiti dall’intervento pubblico nel mercato *VC* della Silicon Valley v. J. LERNER, *When Bureaucrats meet Entrepreneurs: the Design of Effective ‘Public Venture Capital’ Programmes*, in *Econ. Journ.*, 2002, 73 ss.

novazione e condivisione delle conoscenze e della prassi contrattuale<sup>139</sup>.

Un ruolo importante gioca anche il diritto societario, in particolare quello del Delaware. Il dominio del diritto societario del Delaware è oggetto di ampio approfondimento dottrinale. Le relative ragioni giustificative sono state identificate nella presenza di un apparato giudiziario altamente competente e specializzato, di notevoli economie di rete e di apprendimento, nonché di influenti gruppi d'interesse<sup>140</sup>. Qualunque sia il reale motivo di tale predominio, è certo che il diritto societario del Delaware si contraddistingue per un forte ed autentico riconoscimento dell'autonomia privata. In generale, si tratta di un sistema largamente *enabling* basato su un approccio di *policy* non paternalistico<sup>141</sup>, che – come scrive l'autorevolissimo Leo Strine, già presidente della Corte Suprema del Delaware – è molto «differente da quello rinvenibile in un Paese di *civil law*, che molto presumibilmente è dotato di un diritto societario prescrittivo pieno di clausole inderogabili specificanti esattamente come le società debbono condurre i propri affari»<sup>142</sup>. Il carattere flessibile e dispositivo del diritto societario statunitense in generale, e di quello del Delaware in particolare, hanno indubbiamente favorito il finanziamento di imprese *startup* con modalità e strumenti contrattualmente innovativi<sup>143</sup>.

---

<sup>139</sup> Su questi argomenti cfr., fra molti, J.A. MCCAHERY-E.P.M. VERMEULEN-A.M. BANKS, *Corporate Venture Capital: From Venturing to Partnering*, in D. CUMMING (a cura di), *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford, OUP, 2012, 211 ss.; D.M. KHANNA, *The Rise, Decline, And Renewal of Silicon Valley's High Technology Industry*, Routledge, 1997. Sulla possibilità di replicare altrove il peculiare ambiente della Silicon Valley californiana, v. R.J. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market*, (nt. 104); M. DA RIN-G. NICODANO-A. SEMBENELLI, *Public Policy and the Creation of Active Venture Capital Markets*, in *Journ. Pub. Econ.*, 2006, 1699 ss.; J. ARMOUR-D. CUMMING, *The Legislative Road to Silicon Valley*, (nt. 76).

<sup>140</sup> La letteratura sul tema è veramente sterminata, ma cfr. D.A. SKEEL, *The bylaw puzzle in Delaware corporate law*, in *Bus. Lawyer*, 2016, 1 ss.; S.M. BAINBRIDGE, *Introduction: Can Delaware be dethroned?*, in S.M. BAINBRIDGE-I. ANABTAWI-S.H. KIM-J. PARK (a cura di), *Evaluating Delaware's Dominance of Corporate Law*, Cambridge, CUP, 2018, 1 ss.

<sup>141</sup> Per un ampio esame si vedano i contributi di autorevoli studiosi (come Bebchuk, Easterbrook e Fischel, Kornhauser, Eisenberg) raccolti sotto il titolo *Contractual Freedom and Corporate Law*, pubblicati in 89 *Colum. L. Rev.*, 1989, 1395-1774.

<sup>142</sup> L.E. STRINE JR., *The Delaware way: how we do corporate law and some of the new challenges we (and Europe) face*, in *Del. J. Corp. Law*, 2005, 674. Nella dottrina europea, nel senso dell'importanza di un diritto societario flessibile e non eccessivamente imperativo, quantomeno per le società finanziate da VCs, T. BAUMS, *Company law reform in Germany*, in *J. Corp. Law Stud.*, 2003, 181 ss., in part. 182.

<sup>143</sup> R.J. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market*, (nt. 104), 1069: «the keystone of the U.S. venture capital market is private ordering»; similmente C.A. NIGRO-J.R. STAHL, *Ven-*

A dire il vero, anche negli Stati Uniti si sono registrati dei tentativi di approntare regimi normativi *ad hoc* per la *close corporation*, i quali, tuttavia, non hanno riscosso il successo auspicato, soprattutto nel mondo del *VC*<sup>144</sup>. Infatti, mentre il fondo di *venture capital* è tipicamente organizzato in forma di *limited partnership*, con gli investitori istituzionali (fondi pensione, banche, assicurazioni e fondazioni, ecc.) operanti quali *limited partners* passivi ed i promotori come *general partners* con pieno potere gestionale<sup>145</sup>, la società portafoglio oggetto di investimento risulta invece costituita come *corporation*<sup>146</sup>. Nel diritto statunitense della *corporation*, l'ampia autonomia statutaria riconosciuta ai soci ha costituito un valido strumento per il governo dell'impresa *startup*, senza necessità di ricorrere ad altri tipi societari. Unicamente quando le regole della *corporation*, soprattutto per quanto attiene la disciplina dei *fiduciary duties*<sup>147</sup> e delle *corporate opportunities*<sup>148</sup>, si sono dimostrate

---

*ture Capital-backed Firms, Unavoidable Value-destroying Trade Sales, and Fair Value Protections*, destinato alla pubblicazione in *Eur. Bus. Org. Law Rev.* e consultato per la cortesia dell'A.

<sup>144</sup> Per uno sguardo d'insieme, cfr. S.W. STEVENSON, *The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties*, in *Duke L. J.*, 2001, 1139 ss.; T.J. WORTMAN, *Unlocking lock-in: limited liability companies and the key to underutilization of close corporation statutes*, in *N.Y.U. L. Rev.*, 1995, 1362 ss.

<sup>145</sup> Sulla struttura del fondo di *VC*, si veda R.J. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market*, (nt. 104), 1070 ss.

<sup>146</sup> Cfr. L.E. RIBSTEIN, *The Rise of the Uncorporation*, Oxford, OUP, 2010, 227; J. BANKMAN, *The Structure of Silicon Valley Start-Ups*, in *UCLA L. Rev.*, 1994, 1737 ss.

<sup>147</sup> V., sul punto, in particolare il caso *In re Trados Inc. S'holder Litig.*, 73 A.3d 17 (*Del. Ch.* 2013), ove gli azionisti ordinari proponevano, tra le altre, un'azione per violazione del *duty of loyalty* da parte degli amministratori, espressione dei *VCs* quali titolari di azioni privilegiate. La corte del Delaware riteneva che, in caso di controllo del *board* da parte del *VC*, lo *standard* di condotta, nel caso di specie avente ad oggetto un'operazione di *trade sale*, passa dalla più permissiva *business judgment rule* al più rigoroso *entire fairness test*. È opportuno precisare che siffatto passaggio risulta particolarmente oneroso sotto il profilo processuale, giacché «the entire fairness standard is inherently fact-intensive, requiring evidence about process and price, it can be very difficult in that setting for directors to have litigation terminated at an early stage when the factual record has not yet been developed»: così S.E. BOCHNER-A.L. SIMMERMAN, *The venture capital board member's survival guide: handling conflicts effectively while wearing two hats*, in *Del. J. Corp. Law*, 2016, 8. Più recentemente, per casi simili, si veda *Frederick Hsu Living Trust v. ODN Holding Corp.*, No. 12108-VCL, 2017 *WL* 1437308 (*Del. Ch. Apr.* 24, 2017); *In re Nine Sys. Corp. S'holder Litig.*, 2014 *WL* 4383127 (*Del. Ch. Sept.* 4, 2014). Sul tema, *amplius*, R.P. BARTLETT III, *Shareholder Wealth Maximization as Means to an End*, in *Seattle U. L. Rev.*, 2015, 255 ss.

<sup>148</sup> In argomento, L.E. STRINE JR.-J. TRAVIS LASTER, *The siren song of unlimited contractual freedom*, in R. W. HILLMAN-M. J. LOEWENSTEIN (a cura di), *Research Handbook on Partner-*

d'ostacolo al pieno operare della libertà contrattuale, il ricorso alla *LLC* (*Limited Liability Company*) ha rappresentato una alternativa, spesso colta anche dai fondi di *VC*<sup>149</sup>. Tuttavia, per superare anche tali ostacoli, il diritto societario è stato subito modificato, sicché dal 2000 si consente nel Delaware di escludere statutariamente l'applicazione del divieto di appropriazione di *corporate opportunities*, novità normativa – questa – accolta con grande entusiasmo da parte delle società e dei loro investitori<sup>150</sup>. A livello statistico, in ogni caso, i fondi *VC* investono prevalentemente in *corporation* e non in *LLC*, e ciò sia per ragioni fiscali che per semplificare l'uscita finale dall'investimento tramite *IPO* senza bisogno di una previa trasformazione societaria<sup>151</sup>.

È quindi tenendo a mente quanto appena osservato circa il ruolo propulsivo dello sviluppo del *VC financing* assunto da un diritto societario ampiamente derogabile<sup>152</sup> che possiamo ora volgere l'attenzione ai problemi sollevati dalle riforme del 2012-2017.

---

*ships, LLCs and Alternative Forms Business Organizations*, Cheltenham, Elgar, 2015, 11 ss.; T. WOOLF, *The Venture Capitalist's Corporate Opportunity Problem*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2001, 473 ss.; M. GELTER/G. HELLERINGER, *Corporate Opportunities in the US and in the UK*, ECGI Working Paper N° 346/2017, 1 ss., disponibile su [https://ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/346-2017.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/346-2017.pdf), ultimo accesso il 15 giugno 2020.

<sup>149</sup> Cfr. J.R. MACEY, *The Limited Liability Company: Lessons for Corporate Law*, in *Wash. Univ. Law Q.*, 1995, 433 ss.; L.E. RIBSTEIN, *The Rise*, (nt. 146), 119 ss. (ove parla icasticamente della “*LLC Revolution*”). Per dati statistici, v. O. ELДАР-J. GRENNAN-K. WALDOCK, *Common ownership and startup growth*, *Duke Law School Public Law & Legal Theory Series* No 2019-42, disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=3406205>, ultimo accesso il 15 giugno 2020.

<sup>150</sup> *Del. Code Ann. tit. 8, § 122* (17). Sul tema G. RAUTERBERG-E. TALLEY, *Contracting out of the Fiduciary Duty of Loyalty: An Empirical Analysis of Corporate Opportunity Waivers*, in *Colum. Law Rev.*, 2017, 1075 ss., che illustrano le ragioni per cui la misura ha avuto un grande successo, a conferma della forte domanda per un diritto societario fatto di regole suppletive anziché imperative.

<sup>151</sup> Così L.E. RIBSTEIN, *The Rise*, (nt. 146), 228, nt. 581.

<sup>152</sup> Al punto che già nel 2002 si profetizzava che «col crescere dell'importanza del *venture capital* e di altre moderne forme di finanziamento delle imprese, crescerà anche la spinta verso l'eliminazione di regole la cui rigidità impone costi significativi agli investitori»: L. ENRIQUES-J.R. MACEY, *Creditors versus capital formation: the case against the European legal capital rules*, in *Corn. Law Rev.*, 2002, 1165 ss., pubblicato in italiano (da cui si cita) con il titolo *Raccolta del capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, 78 ss., in part. 119; v. inoltre J.A. MCCAHERY-E.P.M. VERMEULEN, *Business Organization Law and Venture Capital*, in J.A. MCCAHERY-L. RENNEBOG (a cura di), *Venture Capital Contracting and the Valuation of High Technology Firms*, Oxford, OUP, 2003, 162 ss., in part. 173-178, ove la proposta, al fine di favorire la nascita e la crescita di imprese innovative, di introdurre anche in Europa un tipo di società di capitali improntato alla massima autonomia statutaria, sulla scia della *LLC* nordamericana.

## PARTE III: L'APERTURA DELLA NUOVA S.R.L. AI FINANZIAMENTI DI VENTURE CAPITAL

### Sezione I: *Questioni di metodo*

#### 11. *L'interpretazione adeguatrice della disciplina della s.r.l.*

Nell'affrontare i problemi del recepimento della prassi *VC* in Italia si incontrano, con precipuo riferimento alla disciplina della s.r.l., due potenziali ostacoli, un primo di carattere normativo e un secondo più propriamente culturale. Il primo è costituito dalle norme codicistiche della s.r.l., sino al 2012 considerate imperative in quanto espressione del principio di rilevanza centrale del socio posto a base della riforma del 2003. Il secondo coincide con l'atteggiamento, diffuso in dottrina, di tornare a guardare alla (nuova) s.r.l. dalla prospettiva della s.p.a., ossia della società che tradizionalmente fa ricorso all'offerta al pubblico, in nome del fenomeno del *crowdfunding* e dimenticando invece le esigenze del *venture capital*.

#### 12. *È ancora attuale e vigente un principio di "rilevanza centrale del socio"?*

Si è appena accennato al fatto che la riforma del 2003, presupponendo come fenomeno della realtà unicamente una s.r.l. formata da soci imprenditori, abbia modellato il nostro tipo sulla base del principio di rilevanza centrale del socio, dettando tutta una serie di regole volte ad assicurare il rispetto della proporzione di ciascun socio nella partecipazione al contratto sociale. I punti di emersione di tale principio sono stati individuati nell'art. 2481-*bis* c.c., che, con regola particolarmente rigida nel panorama comparatistico<sup>153</sup>, per l'au-

---

<sup>153</sup> V., ad esempio, in Germania il § 55 *GmbHG*, il quale in materia di aumento reale del capitale sociale ammette, secondo la dottrina e la giurisprudenza dominanti, restrizioni o, addirittura, l'esclusione di siffatta prerogativa quando ciò appaia idoneo, necessario e anche proporzionale al fine del raggiungimento dello scopo perseguito (c.d. controllo a tre passaggi). Sul punto, v. J. LIEDER, *Kommentar zu § 55*, in H. FLEISCHER-W. GOETTE (a cura di), *Münchener Kommentar zum GmbH-Gesetz*, (nt. 20), Rdn. 80 ss.; ed in giurisprudenza il *leading case Kali + Salz*: BGH, 13.3.1978 – II ZR 142/76, in BGHZ 71, 40.

mento di capitale a pagamento prevede l'obbligatorietà dell'opzione<sup>154</sup> e, in caso di diversa disposizione dell'atto costitutivo – salvo che per la ricostituzione del capitale sceso al di sotto del minimo legale<sup>155</sup> – comunque il diritto di recesso<sup>156</sup>; nell'art. 2481-ter c.c., che nell'aumento di capitale gratuito attuato tramite passaggio di riserve a capitale impone di mantenere «immutata» la quota di partecipazione di ciascun socio<sup>157</sup>; nell'art. 2482-*quater* c.c., che per la riduzione di capitale per perdite impone il mantenimento «delle quote di partecipazione e dei diritti spettanti ai soci»<sup>158</sup>; nell'art. 2468, quarto comma, c.c., che per la modifica dei diritti particolari dei soci di s.r.l. richiede il consenso dei singoli soci pregiudicati, surrogabile, nell'ipotesi di diversa statui-

---

<sup>154</sup> *Rectius*, diritto di sottoscrizione; peraltro anche nel caso di quote da liberarsi in tutto o in parte mediante conferimenti in natura, v. sul punto G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1530, nt. 8.

<sup>155</sup> Così recuperando la soluzione che la dottrina più risalente – e oramai superata – aveva ritenuto di adottare anche nel diritto delle s.p.a. Cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1726-1727, che richiama la relazione al d.lgs. n. 6/2003, § 11, che ha giustificato tale previsione con l'esigenza di «impedire prassi non commendevoli che la pratica ha a volte elaborato per ridurre sostanzialmente o addirittura eliminare la partecipazione della minoranza»; lo stesso autore afferma che il chiaro tenore dell'art. 2481-bis c.c. appare ispirato «all'esigenza di scongiurare non solo l'eliminazione, ma anche la semplice riduzione della partecipazione dei soci minoritari»; D. CORRADO, sub art. 2482-ter, in *Commentario alla riforma delle società*, (nt. 45), 1313 ss.

<sup>156</sup> Cfr. A. BARTALENA, sub art. 2481-bis, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, III, Napoli, Jovene, 2004, 1655 ss.; S. A. CERRATO, sub art. 2481-2481-ter, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario*, cit., 1945 ss.; G. DE MARCHI-A. SANTUS-L. STUCCHI, sub art. 2481-bis, (nt. 45), 1179 ss.; E. FAZZUTTI, sub art. 2481-bis, in M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, Giappichelli, 2003, 192 ss.; M. NOTARI, *Il diritto di opzione e la sua esclusione*, in A.A. DOLMETTA-G. PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario*, (nt. 36), 914 ss.; G. RACUGNO, *Le modificazioni del capitale sociale nella nuova s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2003, 811 ss.

<sup>157</sup> Nel senso che la “mutazione” vietata è quella del rapporto aritmetico tra partecipazione e capitale, con conseguente conservazione della «misura per l'esercizio dei diritti connessi alla partecipazione», v. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1596 e 1598-1599, ove l'individuazione della scelta «squisitamente giuspolitica» compiuta dal legislatore; v. inoltre G. DE MARCHI-A. SANTUS-L. STUCCHI, sub art. 2481-ter, in *Commentario alla riforma delle società*, (nt. 45), 1231 ss., in part. 1235 ss., ove richiami alle diverse opinioni espresse in dottrina circa la derogabilità (con il consenso di tutti i soci) o inderogabilità del principio; S. PATRIARCA, *L'aumento del capitale a titolo gratuito*, in A.A. DOLMETTA-G. PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario*, (nt. 36), 944 ss.

<sup>158</sup> Cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1757 ss., in part. 1760, che attribuisce alla norma «una portata strategica che va ben oltre la *sedes materiae* in cui è formulata».

zione dell'atto costitutivo, «in ogni caso» dal diritto di recesso *ex art.* 2373 c.c.<sup>159</sup>; nell'art. 2466, secondo comma, c.c., che consente la vendita all'incanto delle quote del socio moroso – in luogo dell'attribuzione proporzionale agli altri soci – solo in presenza di apposita clausola dell'atto costitutivo<sup>160</sup>; negli artt. 2473 c.c., in tema di recesso, e 2473-*bis* c.c., in tema di esclusione del socio, in base ai quali la quota del socio recedente o escluso può essere acquistata da un terzo solo con il consenso di tutti i soci<sup>161</sup>.

Secondo la dottrina assolutamente dominante la declinazione del principio comportava che «laddove si tratti di incidere sulla pretesa di ciascun socio al mantenimento dell'assetto originario dei rapporti fra i propri e gli altrui diritti, fra la propria e le altrui partecipazioni, tale incidenza non può che prodursi con il consenso di tutti i soci, o quantomeno di quelli da essa pregiudicati»<sup>162</sup>.

L'esistenza di tale principio di rilevanza centrale del socio assumeva e assume tuttora particolare rilevanza alla luce della da più parti riconosciuta non totale organicità e autosufficienza del sistema delle s.r.l. uscito dalla riforma<sup>163</sup>. Quello che, infatti, sembra essere l'atteggiamento interpretativo prevalente è nel senso che, in caso di lacune normative nella disciplina della s.r.l.,

---

<sup>159</sup> Sul punto v. la monografia di A. DACCÒ, *«Diritti particolari» e recesso dalla s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2013.

<sup>160</sup> V. sul punto M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*, Torino, Giappichelli, 2012, 43 e la bibliografia alle nt. 144 e 145.

<sup>161</sup> V. sul punto M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio*, (nt. 160), 44 e la bibliografia alle nt. 148 e 150.

<sup>162</sup> Così G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1761. Analogamente, da ultimo, G. GIANNELLI, *Le operazioni sul capitale*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, (nt. 42), III, 1559 ss., in part. 1564, che riconduce alla «esigenza di tutelare le basi contrattuali della società e, sostanzialmente, le posizioni dei singoli soci [...] la decisa opzione per la regola della unanimità dei consensi ogni qualvolta la decisione di modifica del capitale incida sull'ammontare delle posizioni preesistenti dei soci; cioè, sull'assetto contrattuale della società».

<sup>163</sup> Cfr., per tutti, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 26. V. inoltre F. D'ALESSANDRO, *La "provincia" del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 34 ss.; V. DI CATALDO, *Società a responsabilità limitata e autonomia statutaria. Un regalo poco utilizzato e forse poco utile*, in AA.VV., *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, diretto da P. Benazzo-M. Cera-S. Patriarca, Torino, UTET, 2011, 307 ss., in part. 314; G.C.M. RIVOLTA, *Profilo della nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, (nt. 43), 703 ss.; G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadesa-G.B. Portale, I, Torino, UTET, 57 ss., in part. 87 ss. *Contra* v., ad esempio, M. STELLA RICHTER JR., *Di alcune implicazioni sistematiche*, (nt. 48), 11 ss.

prima di affermare l'assenza di una disciplina e, quindi, la totale autonomia delle parti, è necessario escludere: *i*) la possibilità di ricavare norme imperative da principi generali della disciplina del tipo<sup>164</sup>, quali ad esempio proprio quello della rilevanza centrale del socio<sup>165</sup>, o quello del divieto di ricorrere al

---

<sup>164</sup> Cfr., in merito a tale processo di costruzione di “metanorme” del diritto societario italiano, L. ENRIQUES, *Società per azioni*, (nt. 3), 966-967.

<sup>165</sup> Così espressamente G. ZANARONE, *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 58 ss., in part. 75. Si pensi al dibattito sull'ammissibilità del recesso parziale in assenza di specifiche clausole statutarie, su cui v. in senso negativo F. ANNUNZIATA, sub art. 2473 c.c., in *Commentario alla riforma delle società*, (nt. 45), 513 e M. STELLA RICHTER JR., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, II, 404 ss., in part. 405; in senso positivo L. ENRIQUES-S. SCIOLLA-A. VAUDANO, *Il recesso del socio di s.r.l.: una mina vagante nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 746 ss.; M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2012, 216. Si pensi, inoltre, al dibattito sull'inadempimento parziale del socio all'obbligo di conferimento e alle sue conseguenze in punto di applicazione dell'art. 2466, quarto comma, c.c. [su cui v., da ultimo, nel senso che, salvo che lo statuto non disponga la indivisibilità, il già socio moroso nel versamento a seguito di aumento di capitale da lui sottoscritto può essere escluso solo per la parte di quota corrispondente al debito da sottoscrizione derivante dall'aumento non onorato, Cass., 21 gennaio 2020, n. 1185, in *Foro it.*, 2020, I, 1241 ss., con nota critica di S.A. CERRATO, *Insidiose questioni su aumento di capitale e mora del socio di s.r.l.*, il quale però riconosce che l'affermazione del carattere unitario della quota «merita sicuramente di essere attentamente vagliato quando dalla s.r.l. «classica» si passi ai modelli avanzati che derogano al divieto di negoziazione delle quote sul mercato (*start up* o Pmi innovativa)»; nel senso dell'impossibilità di scindere la quota liberata da quella non liberata, CNN, Studio 5396/1 – *Questioni in tema di vendita in danno della quota del socio moroso di s.r.l.*; nel senso della possibilità di scissione v. già Cass. 12 maggio 1965, in *Giur. it.*, 1965, I, 1507, con nota critica di G. SANTINI, *Cessione parziale di quota non liberata nella società a r.l.*, in cui si ammette la cedibilità della sola porzione già liberata; *contra* v. G. FERRI, *Le società*<sup>3</sup>, Torino, UTET, 1987, 435]. Ancora, si consideri il dibattito sulla possibilità per il socio di s.r.l. di possedere più quote, o infine a quello sull'ammissibilità del voto divergente, tutti iscrivibili nel più ampio dibattito sulla “unitarietà della quota” su cui, anteriormente alla Riforma del 2003 e quindi sotto il vigore dell'art. 2482 c.c., v., con posizioni opposte, P. SPADA, *La tipicità delle società*, (nt. 99), 469; e G.C.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, (nt. 42), 158 ss.; più recentemente v., nel senso che l'abrogazione dell'art. 2482 c.c. non osterebbe a una divisibilità delle quote, M. STELLA RICHTER JR., *La società a responsabilità limitata – Disposizioni generali. Conferimenti. Quote*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, Giuffrè, 2004, 287; P. REVIGLIONO, sub art. 2468, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino-G. Bonfante-O. Cagnasso-P. Montalenti, Bologna, Zanichelli, 2004, 1815; G. SANTONI, *Le quote di partecipazione nelle s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*, (nt. 163), III, 389 ss. Per un riepilogo delle posizioni v. da ultimo G.P. ALLECA, *L'intangibilità della posizione del socio di s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2017, 1087 ss., in part. 1108 ss., che propone di ancorare la possibilità di una divisibilità a seconda che sia o meno stata prevista una «clausola di apertura al mercato» ex art. 2466, primo comma, alinea terzo, c.c.

pubblico risparmio<sup>166-167</sup>); *ii*) la possibilità di applicare analogicamente le disposizioni dettate per altri tipi sociali<sup>168</sup>.

Dubitiamo, però, che tale chiara scelta di campo sia stata confermata dal legislatore delle riforme 2012-2017<sup>169</sup>, che ha re-immaginato la s.r.l. come

---

<sup>166</sup> Per la condivisibile affermazione che la “unitarietà della quota” sia una caratteristica che va a discapito della possibilità per la s.r.l. di reperire risorse finanziarie v. G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata nel cammino della riforma*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, Giuffrè, 2002, 149: «se il futuro decreto legislativo ... prevedesse (o autorizzasse l'atto costitutivo a prevedere) anche per la s.r.l. l'articolazione del capitale in quote unitarie, indivisibili e cumulabili in capo allo stesso socio, verrebbe con ciò adottata una soluzione la quale, grazie alla maggiore idoneità alla circolazione derivante alle suddette quote dalle loro caratteristiche di uniformità e fungibilità, favorirebbe le prospettive per la società di reperire le risorse di cui necessita pur senza bisogno di fare appello al pubblico risparmio»; v. inoltre ID., *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 513 nt. 20, ove l'A. ricorda come questa è la soluzione prescelta in Francia, Spagna, Olanda e Lussemburgo, e la bibliografia sul tema della divisibilità della quota cit. in nota a 514-515.

<sup>167</sup> Paradigmatico è il dibattito sorto anteriormente al d.l. n. 179/2012 sulla possibilità di emettere categorie standardizzate di quote, su cui v. *infra* la nt. 246.

<sup>168</sup> Si pensi, solo per citare i più eclatanti, al dibattito sulla sussistenza dell'azione di responsabilità dei creditori di s.r.l., al controllo giudiziario *ex art.* 2409 c.c. o alle modalità di esercizio del recesso [tema su cui v., da ultimo, P. REVIGLIONE, *Le modalità di esercizio del recesso nella s.r.l.*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 330 ss.]. Ma v., in senso critico, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 29 e 31 nt. 44, ove l'Autore mette in guardia contro un atteggiamento di «*path dependance* rispetto al passato tale da far intravedere una lacuna tutte le volte che una disposizione dettata per la s.p.a. non venga ripetuta per la s.r.l. [che potrebbe] materializzarsi nell'antistorico risultato di ricondannare la s.r.l., contro ogni dichiarata intenzione del legislatore della riforma, a una posizione di sudditanza rispetto al tipo azionario».

Notevoli, peraltro, sono i casi di travaso della disciplina delle s.r.l. alle s.p.a. chiuse. Si pensi all'ampliamento del diritto di ispezione del socio oltre i limiti stabiliti dall'art. 2422 c.c. (su cui Trib. Roma, 1° aprile 2019, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, 757 ss., con nota di G.B. PORTALE-N. DE LUCA, *Il sovrano non ha abdicato. Interessi primordiali degli azionisti e competenze implicite dell'assemblea*) o, ancor più evidentemente, all'estensione analogica dell'art. 2467 c.c. [cfr. Cass., 7 luglio 2015, n. 14056, in *Riv. dir. comm.*, 2016, II, 11 ss., con nota di D. BONACCORSI DI PATTI, *Sull'applicazione analogica dell'art. 2467 c.c. alle società per azioni a base ristretta*; seguita da Cass., 20 giugno 2018, n. 16291, in *Foro it.*, 2018, I, 2753 ss. Sul punto cfr. N. BACCETTI, *Informazione e postergazione*, (nt. 99), ove riferimenti bibliografici sul tema; M. IRRERA, *L'art. 2467 c.c.: limiti di applicazione di una norma trans tipica ad una "s.r.l. transtipica"*, in ID. (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 394 ss.].

<sup>169</sup> Analogamente A.D. SCANO, *Il "tipo"*, (nt. 47), 86, il quale, seppur muovendo da un presupposto diverso a quello da noi sostenuto (il sostanziale riavvicinamento della s.r.l. alla s.p.a. a seguito delle recenti riforme).

nuovo fenomeno sotto un duplice aspetto: *i*) da un lato il fenomeno della s.r.l. chiusa in cui coesistono soci imprenditori e soci investitori professionisti (la s.r.l. *VC-backed*) ovvero, per utilizzare le parole di Ascarelli, della s.r.l. voluta da «imprese più audacemente speculative che per la loro stessa natura [vogliono] sfuggire alle rigorose prescrizioni della legge sulle anonime»<sup>170</sup>; *ii*) dall'altro lato il fenomeno, ellittico rispetto all'evoluzione storica del tipo s.r.l. in tutte le altre esperienze europee<sup>171</sup>, della s.r.l. "aperta" al mercato, sebbene "minore", delle proprie quote tramite il *crowdfunding*.

Tale notevole cambio di paradigma, però, non ha fatto i conti con la perdurante vigenza di quelle già citate norme codicistiche della s.r.l. che, invece, ancora ispirate al diverso fenomeno della s.r.l. "società di persone a responsabilità limitata" si preoccupano, pur non sempre affermando la propria inderogabilità, di mantenere inalterato il peso proporzionale reciproco dei soci. Norme, queste, che: *i*) alla luce della descrizione sopra compiuta dei problemi regolatori alla base del rapporto tra *founders* e finanziatori esterni, sono del tutto incompatibili con la già segnalata esigenza di un sistema ampiamente dispositivo; *ii*) la cui imperatività non è quasi mai letteralmente stabilita, ma è sempre stata frutto di un'interpretazione sistematica nell'ambito di quei principi che, oggi, perlomeno per le s.r.l. *VC-backed*, sono venuti meno; *iii*) di cui, pertanto, nel prosieguo dell'articolo metteremo in dubbio il carattere imperativo.

Prima di procedere al compito che ci siamo appena prefissi, però, avvertiamo l'esigenza di confrontarci con quelle soluzioni interpretative che hanno interamente posto a base dei loro ragionamenti il fenomeno della s.r.l. aperta in quanto *crowdfunded*. Ciò per negare l'utilità di un'interpretazione delle nuove norme che, con un curioso ricorso storico, faccia sì che la s.r.l. torni ad essere tributaria del sistema s.p.a.

### *13. Sulle conseguenze dell'eccessiva enfasi data all'introduzione del crowdfunding: la necessità di prediligere un approccio che valorizzi l'autonomia contrattuale.*

A fronte della duplice strada percorsa dalle riforme del 2012-2017, la dottrina italiana, forse influenzata dalla narrazione indotta dalla "saggezza della

---

<sup>170</sup> V. *supra* la nt. 31.

<sup>171</sup> V. *supra* il § 6.

folla”<sup>172</sup>, ha prestato molta attenzione al fenomeno, invero altrove alquanto marginale in termini assoluti<sup>173</sup>, dell’*equity crowdfunding*<sup>174</sup>, che peraltro non

---

<sup>172</sup> E v. sul punto, con caustica ironia, M.B. DORFF, *The Siren Call of Equity Crowdfunding*, in *Jour. Corp. Law*, 2014, 493 ss., in part. 495: «cloaked in the “wisdom of crowds” mystique and combining private investment, the promise of jobs, aid to small businesses, and middle-class access to exciting investment opportunities, the crowdfunding aspect of the JOBS Act was an easy sell to both parties», e p. 505: «Equity crowdfunding holds the appeal of being quintessentially American. It is the classic rags-to-riches story, where an enterprising young person turns a smart idea into a globe-straddling company and along the way makes fortunes for those investors perspicacious enough to see the idea’s value early on. Yet it is also thoroughly democratic and rather oddly antiestablishment because it opens up these investment opportunities—which were previously limited to the already wealthy-to ordinary folks».

<sup>173</sup> Al 30 giugno 2019, a sei anni dalla sua introduzione, solo 401 imprese hanno attivato campagne di *crowdfunding* autorizzate, raccogliendo 82,7 milioni di euro complessivi, mentre le operazioni *VC* di *early stage* ed *expansion* registrate nel solo anno dal luglio 2018 al luglio 2019 ammontano ad oltre 1,19 miliardi di euro: v. POLITECNICO DI MILANO, *La finanza alternativa e le PMI in Italia. Secondo quaderno di ricerca*, 30 novembre 2019, disponibile su: [www.osservatoriocrowdinvesting.it](http://www.osservatoriocrowdinvesting.it), ultimo accesso il 15 giugno 2020, 19 ss. (per i dati relativi al *crowdfunding*) e 51 ss. (per i dati relativi al *VC*). A livello europeo, v. CAMBRIDGE UNIVERSITY-CENTER FOR ALTERNATIVE FINANCE, *Shifting Paradigms. The 4th European Alternative Finance Benchmarking Report*, disponibile su: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/shifting-paradigms/#.Xgjb1C2h3kI>, ultimo accesso il 15 giugno 2020, secondo il quale l’ammontare complessivo dell’*equity crowdfunding* a livello europeo è inferiore a 500 milioni di euro annui (a fronte di 2,5 miliardi di euro nel solo 2017 per il solo *consumer lending*). Per statistiche relative alla diffusione del fenomeno in USA, v. A.A. SCHWARTZ, *Crowdfunding Issuers in the United States, U of Colorado Law Legal Studies Research Paper No. 20-20*, disponibile su <https://ssrn.com/abstract=3594496>, ultimo accesso il 15 giugno 2020.

<sup>174</sup> Cfr., tra i molti, I. CAPELLI, *L’equity based crowdfunding e la c.d. «dematerializzazione» delle quote di s.r.l.*, in *ODCC*, 2016, 537 ss.; E. FREGONARA, *L’equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur. it.*, 2016, 2287 ss.; ID., *La start up innovativa*, (nt. 6); A. GUACCERO, *La start-up innovativa*, (nt. 6); M. MOZZARELLI, *L’equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, 650 ss.; A. OTTOLIA, *L’equity crowdfunding tra incentivi al reperimento di capitale di rischio per start up innovative e responsabilità*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2014, 43 ss.; G. PIGNOTTI, *La nuova disciplina italiana dell’“equity based crowdfunding”*, in *Riv. dir. priv.*, 2016, 559 ss.; G.A. POLICARO, *Dalle s.r.l. emittenti sui portali online di equity crowdfunding alle s.r.l. aperte*, in M. Irrera (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 100 ss. M.L. VITALI, “Equity crowdfunding”: *la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, 371 ss. In senso perlopiù critico verso il percorso seguito dal legislatore italiano nell’introduzione del *crowdfunding*, v. gli scritti di A. LAUDONIO, *La folla e l’impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2014, I, 357 ss.; e ID., *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, in *Riv. soc.*, 2019, 1237 ss., in part. 1293, a giudizio del quale «la sommatoria

era oggetto di particolare attenzione nel rapporto “Restart Italia!” e che non costituisce, per la letteratura in tema di imprenditorialità, fenomeno rilevante per il finanziamento di *startup* innovative<sup>175</sup>, dove invece hanno un ruolo centrale i *business angels* e i *venture capitalists*.

Di qui il fiorire di diverse ricostruzioni interpretative, tutte accomunate dal fatto di ricorrere, più o meno espressamente e con diversa intensità, all’ar-

---

dei vuoti [di disciplina] così creati restituisce, come all’esito di un vivido viaggio a ritroso nel tempo, un quadro di un mercato finanziario primitivo e, com’è prevedibile, insidioso [...] il che potrebbe forse indurre a ridimensionare lo sforzo promozionale intorno a taluni esperimenti normativi poco fecondi e non scevri di rischi per sondare piuttosto la plausibilità di altre modalità di risorse finanziarie in un’ottica – molto invocata, ma poco perseguita – di affrancamento dal canale bancario».

<sup>175</sup> In primo luogo, il *crowdfunding* potrebbe essere destinato a rimanere marginale (tale affermazione sembra essere confermata dai dati sulla diffusione del *crowdfunding* raccolti in POLITECNICO DI MILANO, 4° *Report italiano sul crowdfunding*, luglio 2019, disponibile su: [www.osservatoriocrowdfunding.it](http://www.osservatoriocrowdfunding.it), 27-38) e, comunque, a non riguardare le imprese con più alte possibilità di successo, che continueranno a finanziarsi tramite i canali “privati” del *VC* che, oltre a essere gestito da soggetti maggiormente in grado (per competenze già acquisite e investimenti che possono sopportare) di individuare le iniziative realmente profittevoli, offre notevoli vantaggi in termini di ampia autonomia delle parti (là dove consentita dal diritto societario applicabile) e requisiti regolamentari del tutto assenti: v. sul punto M.B. DORFF, *The Siren Call*, (nt. 172), 497, 506 e nt. 115, ove bibliografia sul punto, oltre che, più nel dettaglio, 517 ss. V. però D.M. IBRAHIM, *Equity Crowdfunding: A Market for Lemons?*, in *Minn. L. Rev.*, 2015, 561 ss., in part. 589 ss., in cui si ipotizza che il sistema di finanziamento tramite *crowdfunding* aperto ad investitori non sofisticati potrebbe essere complementare rispetto alle fasi di *bootstrapping* o *FFFs*.

Inoltre, per poter raggiungere accettabili livelli di efficienza, il *crowdfunding* deve consentire alle piattaforme di selezionare, a volte anche duramente, i progetti da sottoporre all’attenzione del pubblico, così però tradendo la sua vocazione inclusiva e democratica: in argomento, A.A. SCHWARTZ, *The Gatekeepers of Crowdfunding*, in *Wash. & Lee L. Rev.*, 2018, 885, disponibile su: <https://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol75/iss2/6>, ultimo accesso il 15 giugno 2020.

A ciò si aggiunga che, anche là dove previsto, il limite posto alle campagne di *crowdfunding* è così basso da consentire un finanziamento di nuove imprese solo al loro primissimo stadio, così che tutte le imprese *crowdfunded* si troveranno, presto o tardi, a necessitare di finanziamenti che potranno reperire solo tramite i canali *VC*. Il problema è, insomma, che all’intervento dei *VC* si accompagnerà, inevitabilmente, una notevole diluzione dei *crowdfunders* che, così, in assenza di specifiche clausole anti-diluzione (che non sono in grado di contrattare: v. sul punto *infra* il § 15.2), anche in ipotesi di successo dell’impresa finanziata si troveranno a non beneficiarne, o a beneficiarne solo marginalmente. Su quest’ultimo aspetto cfr. M.B. DORFF, *The Siren Call*, (nt. 172), 498 e, più nel dettaglio, 515 ss.; J.S. WROLDSEN, *The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists’ Dilution of the Crowd*, in *Vand. J. Ent. & Tech. Law.*, 2013, 583 ss., in part. 583.

gomento tipologico<sup>176</sup> per affermare la inadeguatezza della disciplina codicistica della s.r.l. rispetto al nuovo fenomeno e, quindi, per affermare la possibilità di “ibridarla”<sup>177</sup> con la disciplina della s.p.a., ritenuta più adeguata a regolare il fenomeno, ritenuto centrale, della s.r.l. “aperta” in quanto *crowdfunded*.

Secondo un orientamento la disciplina della s.p.a. dovrebbe essere applicata alla s.r.l. P.M.I. solo là dove quella originaria della s.r.l. presenti delle lacune o, comunque, disciplini alcuni aspetti in maniera poco appropriata rispetto alla realtà della “s.r.l. aperta”<sup>178</sup>. In tale prospettiva, però, il superamento di alcune norme della s.r.l. dettate dal codice civile non è visto in funzione di un ampliamento dell’autonomia statutaria, ma è piuttosto riconducibile alla distinzione tra “soci imprenditori”, per cui continuerebbero a valere le regole codicistiche della s.r.l., e “soci investitori” (divenuti tali tramite portali di *crowdfunding* e disinteressati ad ottenere un peso organizzativo), per i quali

---

<sup>176</sup> Ossia, per utilizzare le parole di G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 54-58 di quell’argomento che: *i*) constata la «emersione empirica di un determinato tipo societario alla quale il legislatore intende ispirare il proprio intervento regolatore [c.d. tipo in senso socio-economico], o perché la considera prevalente nella prassi o perché ne intende favorire la diffusione ritenendola più omogenea rispetto ai propri valori»; *ii*) individuato il tipo in senso socio-economico gli assegna ruolo di parametro «per ricostruire la *ratio* di un determinato regime giuridico» che andrà interpretato alla luce di esso «giusta il canone ermeneutico il quale individua nei fini perseguiti attraverso la norma, e dunque nella *ratio* della medesima, uno degli strumenti per la ricostruzione della *voluntas legis*».

<sup>177</sup> Cfr. P. BENAZZO, *Categorie di quote*, (nt. 56), 1469, richiamando la «tendenza all’ibridazione dei tipi» di cui discorre M. CIAN, *Società “start-up”*, (nt. 89), 969 ss. (e v. già ID., *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 2014, 1178 ss., in part. 1183), intendendo con tale espressione «l’introduzione di nuovi modelli tipologici che attingano a più di un tipo tradizionale o che siano creati per derivazione da uno di essi, ma con l’innesto di elementi normativi caratterizzanti uno o più altri»; similmente O. CAGNASSO, *Start up e PMI innovative: inquadramento*, in *Giur. it.*, 2016, 2285 ss., in part. 2301; S. CORSO, *S.r.l.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 877 ss., in part. 877; M. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, 2018, 335 ss.

<sup>178</sup> Cfr. N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 501 ss.; O. CAGNASSO, *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell’ambito delle società P.M.I.*, in *Nuovo dir. soc.*, 2018, 915 ss. Per la possibilità di interpretare le norme di s.r.l. *startup* alla luce dei principi dettati in tema di s.p.a., v. già lo spunto in M. MALTONI-P. SPADA, *L’impresa start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013, I, 1113 ss., in part. 1121, i quali, però, negano che la s.r.l. *startup* innovativa possa costituire un “tipo” a sé stante, argomentando dalla (allora vigente) temporaneità delle deroghe al diritto societario.

varrebbero le regole della s.p.a. Questo tipo di approccio potrebbe essere definito “à la carte”, in quanto individua la disciplina applicabile alle “nuove s.r.l.” prendendola, di volta in volta, da quella della s.p.a. o delle s.r.l., se ed in quanto ritenuta più consona al fenomeno da regolare. Tale approccio pone a nostro giudizio un problema di correttezza nell’impiego dell’argomento analogico, perché non è volto a sopperire a lacune, bensì a sostituire – in base ad un argomento di prevalenza funzionale – una norma (quella di volta in volta rilevante e relativa alla s.r.l.) con l’altra (quella della s.p.a.)<sup>179</sup>.

Secondo altri, invece, la avvenuta assimilazione della s.r.l. “PMI aperta” alla s.p.a. costituirebbe un fatto compiuto e, quindi, sarebbe possibile, anzi necessario, estendere analogicamente (o, con altra locuzione, interpretare estensivamente, in quanto “transtipiche”) le norme della seconda alla prima, sia per colmare vuoti di disciplina sia (e qui sta la differenza con il primo approccio) per applicare, in contrasto con le disposizioni dettate dal codice civile per le s.r.l. “tradizionali”, le norme imperative che nella s.p.a. hanno lo scopo di tutelare gli investitori o la stabilità del mercato<sup>180</sup>, sia, infine, per ridurre teleologicamente alcune norme caratterizzanti il tipo s.r.l. fondate sulla ormai superata rilevanza centrale del socio<sup>181</sup>. Questo secondo approccio, però, oltre a

---

<sup>179</sup> Un caso emblematico è quello dell’ampio dibattito sviluppatosi in merito alla possibilità di sterilizzare il diritto di ispezione dei soci di cui all’art. 2476, secondo comma, c.c., dato che la norma non fornisce alcuna indicazione testuale circa la sua imperatività. Sul punto v. da ultimo, nel senso della derogabilità, P. BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l.*, (nt. 54), 73 ss., ove ampi riferimenti bibliografici alle tesi nel senso della inderogabilità.

Analogamente, si è ipotizzata l’applicazione analogica, nell’ipotesi di operazioni straordinarie successivamente compiute, delle regole in tema di s.p.a. in luogo di quelle, più restrittive, dettate per le s.r.l. Così, ad esempio, CONSIGLIO NOTARILE DI FIRENZE, massima n. 40, *Start up innovativa, categorie di quote e aumento di capitale*: «Qualora la *start up* innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata deliberi un aumento di capitale, il diritto di sottoscrizione attribuito ai titolari di categorie di quote *ex art. 26*, secondo comma, D.L. n. 179/2012 è regolato dagli stessi principi relativi alla società per azioni».

<sup>180</sup> Ci riferiamo, ad esempio, al limite quantitativo posto dall’art. 2351, secondo comma, c.c. all’emissione di categorie speciali di azioni sussistenti per le s.p.a. o a quello di tre votiper azione posto dall’art. 2351, quarto comma, c.c.

<sup>181</sup> Cfr., con chiarezza e dovizia di argomentazioni, P. BENAZZO, *Start up*, (nt. 92), 479, favorevole a «una tendenziale estensione, in via analogica, dello statuto azionario in misura proporzionalmente rapportata alla conformazione in chiave aperta (vale a dire rivolta al mercato dei capitali) della struttura proprietaria della s.r.l. innovativa», così ipotizzando «l’esistenza di uno statuto comune dell’impresa comunque aperta al mercato, azionaria e non, che si caratterizzi per un’inversione del rapporto di prevalenza tra norme dispositive (e suppletive) e norme imperative (e indisponibili)», oltre che «un’applicazione estensiva (e non già analogica) anche alla s.r.l. di tutti quegli istituti e di quelle norme, propri del modello azionario, tipicamente

dilatare eccessivamente i confini del ragionamento analogico e importare norme imperative da un tipo all'altro, tradisce così, a nostro parere, lo stesso spirito della disciplina.

Entrambe le appena accennate ricostruzioni propongono quindi un'interpretazione adeguatrice del dettato codicistico della s.r.l. al nuovo fenomeno della s.r.l. aperta in quanto *crowdfunded*. Nel far ciò, però, percorrono due diverse direzioni, ovvero: *i*) argomentano la derogabilità di alcune norme codicistiche in ragione della loro (sopravvenuta) inadeguatezza a regolare il fenomeno preso in considerazione; *ii*) sostengono l'applicazione analogica di norme (imperative) dettate per la s.p.a.

Condividiamo l'opportunità di un'interpretazione adeguatrice della disciplina della s.r.l. ai nuovi archetipi socio-economici presupposti dalle riforme 2012-2017 (s.r.l. aperta e s.r.l. *VC-backed*), anche se per le ragioni già esposte riteniamo che sia più opportuno rivolgere l'attenzione al fenomeno della s.r.l. *VC-backed*.

Non condividiamo, però, la correttezza di una trasposizione (a spettro più o meno ampio) di norme imperative della s.p.a. in funzione di un adeguamento del sistema alle esigenze del finanziamento della s.r.l. sul mercato. Non la condividiamo innanzitutto in base ad un argomento storico-comparatistico, avendo dimostrato che il rapporto tra apertura al mercato e maggior grado di imperatività delle norme di diritto societario non si impone di per sé, ma è frutto di una scelta politica storicamente contingente adottata da alcuni ordinamenti dell'Europa continentale sul finire del XIX secolo<sup>182</sup>. Non la condividiamo, inoltre, da un punto di vista metodologico, in quanto «il modello assunto come punto di riferimento dal legislatore allo scopo di regolare una determinata figura di società non rappresenta di per sé un vincolo per l'auto-

---

pensati e destinati a salvaguardia dell'integrità patrimoniale (quest'ultima strettamente collegata al beneficio della responsabilità limitata), vuoi di un'etero-tutela in favore di soci meramente investitori» (*ivi*, 490). Analogamente ID., *Categorie di quote*, (nt. 56), 1461 ss., limitando tale affermazione alla s.r.l. P.M.I. "effettivamente aperta" (che, cioè, abbia offerto al pubblico le sue quote o abbia conformato il proprio assetto partecipativo per raggiungere tale obiettivo) in quanto contrapposta a quella solo "potenzialmente aperta" (che, cioè, non abbia nemmeno predisposto il proprio assetto partecipativo in funzione di una futura apertura).

Analogamente, nel senso di un'estensione analogica delle norme in tema di s.p.a., O. CAGNASSO, *Il socio*, (nt. 178), 921 ss.; ID. *Start up e P.M.I. innovative: inquadramento*, in *Giur. it.*, 2016, 2285 ss.; I. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2014, 17; M. CIAN, *Le start-up innovative*, (nt. 177), 1180 ss.; E. FREGONARA, *L'equity based crowdfunding*, (nt. 174), 2302.

<sup>182</sup> V. *supra* il § 2.

nomia statutaria»<sup>183</sup>. Non riteniamo, insomma, che, a fronte della volontà da parte del legislatore di mantenere la distinzione tra s.p.a. e s.r.l., sia possibile in via interpretativa ritenere applicabili alla s.r.l. norme imperative dettate solo per la s.p.a., per di più utilizzando un criterio, quello tipologico, che, oltre ad essere per sua stessa natura indeterminato e graduale, nel caso concreto si fonda su di una volontà normativa non chiaramente espressa<sup>184</sup>.

A nostro giudizio, invece, è metodologicamente possibile fornire un'interpretazione della disciplina codicistica della s.r.l. che la adegui alle esigenze di libertà e autonomia proprie dell'archetipo socio-economico della s.r.l. *VC-backed* rispettando la diversità tra i due tipi sociali e, quindi, sottraendosi alla tentazione di importare norme riferibili alla s.p.a. attraverso il ragionamento analogico in funzione di sostituzione di norme giudicate inappropriate o attraverso l'imposizione di un principio superiore derivato da quella disciplina. Ciò in quanto le evidenti incoerenze della disciplina possono essere affrontate ridiscutendo – ove possibile in assenza di una chiara volontà del legislatore – la natura imperativa di alcune norme (per es., il diritto di accesso di cui all'art. 2476 c.c.) anche alla luce delle recenti riforme. Questo nostro approccio, in sintesi, si confronta criticamente con i possibili blocchi alla libertà contrattuale esistenti nella disciplina codicistica della s.r.l., senza però crearne di nuovi derivando norme imperative implicite dalla disciplina della s.p.a.

---

<sup>183</sup> Così G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 56.

<sup>184</sup> Cfr. G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"?*, (nt. 7), 13, secondo il quale è «assai difficile, per quanto non da escludere in modo assoluto, dimostrare, nel silenzio del legislatore, che la regolamentazione di uno o più aspetti del modello cui si ispira un determinato tipo societario sia stata voluta anche in funzione di analogo modello per ipotesi presente in un tipo diverso e abbia quindi carattere trasversale fra i due tipi». Ancora attuali le considerazioni sul punto svolte nel 1984 da G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, (nt. 12), 19 ss.; e, più recentemente ID., *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 56. Analogamente M.S. SPOLIDORO, *Considerazioni generali*, (nt. 17), 11, che critica la costruzione di «norme inderogabili per coerenza con la fattispecie», rilevando «la contraddittorietà della pretesa di estrarre da uno strumento conoscitivo, per di più connotato dalla sua elasticità ed indeterminatezza, quale è il tipo, divieti o limiti invalicabili dell'autonomia privata». Più di recente, seppur con riferimento all'interpretazione del nuovo art. 2475 c.c. in tema di competenza dell'organo gestorio, v. M. CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata*, (nt. 99), 23, secondo il quale «la similitudine esistente fra la formulazione dell'art. 2475, primo comma, 1° periodo, e l'art. 2380-bis, primo comma, c.c. non significa che si possano asfaltare tutte le differenze fra s.r.l. ed s.p.a. in tema di competenze degli organi sociali, né che sia giustificata un'acritica trasposizione alla s.r.l. degli orientamenti espressi riguardo al modello azionario». Da ultimo in senso critico verso un approccio che valorizzi eccessivamente le potenzialità di integrazione extralegislativa dell'ordinamento del metodo tipologico, A.D. SCANO, *Il "tipo"*, (nt. 47), in generale 38 ss. e, con più specifico riferimento al fenomeno oggetto del nostro specifico interesse, 80 ss.

## Sezione II: *Questioni applicative nella contrattazione delle operazioni di VC*

### 14. *La convertibilità degli strumenti finanziari di equity e di debt.*

Sulla base delle predette considerazioni metodologiche, si possono ora affrontare le questioni più spinose attinenti alla contrattazione dell'operazione di *venture capital* alla luce del diritto riformato delle s.r.l., partendo dapprima dal tema della convertibilità di strumenti finanziari di capitale e di debito.

Come si è visto analizzando i tipici canali di finanziamento delle *startup*<sup>185</sup>, un ruolo importante, soprattutto nella fase di *early stage* ma anche nei successivi *round* di finanziamento da parte dei *VCs*, è svolto da tutta una serie di strumenti convertibili (titoli di debito convertibili, c.d. *convertible note* o *seed debt*; partecipazioni privilegiate convertibili, c.d. *seed equity*) o convertendi (*SAFE*). Si è poi già accennato alla circostanza che, perlomeno normalmente, le fasi di *early stage* (in cui predominano i *business angels*) sono finanziate tramite *seed debt* o *SAFE*, mentre i *VCs* preferiscono utilizzare strumenti di *equity* convertibili.

Nessun problema, ad eccezione di quello, comune a tutti gli strumenti, relativo alla possibilità di effettuare una conversione sotto la pari<sup>186</sup>, sembra frapporsi all'emissione di *seed debt* convertibile in quote, di *seed equity* mediante quote privilegiate convertibili<sup>187</sup> e, soprattutto sotto il profilo della meritevolezza degli interessi perseguiti, all'emissione di *SAFE*, da qualificarsi quali apporti irredimibili non convertibili ma “convertendi in senso stretto”<sup>188</sup>.

---

<sup>185</sup> V. *supra* il § 8.

<sup>186</sup> Su cui v. *infra* il § 14.2.

<sup>187</sup> Il punto, a quanto ci consta, non è oggetto di particolare attenzione in dottrina ma, *mutatis mutandis*, possono invocarsi le argomentazioni spese per ammettere nel diritto della s.p.a. la possibilità di emettere SFP convertibili in azioni: sul punto CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 166, *Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni*, e Trib. Napoli, 24 febbraio 2016, in *Società*, 2016, 976 ss., con le note contrapposte di M. LAMANDINI, *Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità nella partecipazione alle perdite*, e M. PALMIERI, *La partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari ex art. 2346, comma 6, c.c. convertendi in azioni*, in part. 983-984, ove ulteriori riferimenti sul tema della convertibilità; in *Giur. comm.*, 2017, II, 717 ss., con nota di S. DI NOIA-A. RESTUCCIA, *Brevi note sull'applicabilità della disciplina del capitale sociale agli strumenti finanziari partecipativi “a tutto rischio”*, in part. 717-718, ove ulteriori riferimenti.

<sup>188</sup> Rimandiamo per ogni maggior dettaglio al lavoro di F. REDOANO, *Il SAFE*, (nt. 119), 10 ss., ove ulteriore bibliografia, cui *adde* la trattazione relativa alle *obligations remboursables en actions (ORA)* di diritto francese compiuta da N. DE LUCA, *Dal socio leone all'agnello sacrifi-*

Rimangono, quindi, i seguenti profili d'indagine: *i*) quello della stessa ammissibilità dei titoli di debito o strumenti finanziari convertibili in quote dell'emittente; *ii*) quello dell'applicabilità della peculiare disciplina (limitatrice e restrittiva) dell'art. 2483 c.c. ai *seed debt* emessi sotto forma di titoli di debito convertibili o anche, solo per le s.r.l. *startup* e PMI innovative<sup>189</sup>, sotto forma di strumenti finanziari convertibili; *iii*) quello della possibilità di prevedere tassi di conversione “sotto la pari”; *iv*) quello della eventuale applicabilità analogica della disciplina invece dettata per la s.p.a. in punto di tutela dei titolari in pendenza del periodo di conversione/convertibilità. I primi due profili saranno esaminati congiuntamente nel paragrafo immediatamente seguente, mentre il terzo e il quarto, che prospettano problematiche comuni a qualsiasi titolo convertibile (che sia un titolo di debito, uno strumento finanziario di debito o partecipativo o un *SAFE*), saranno affrontati separatamente.

#### 14.1. *L'ammissibilità di strumenti di debito convertibili in quote dell'emittente e l'applicabilità dall'art. 2483 c.c.*

La disciplina dei titoli di debito dettata dall'art. 2483 c.c. costituisce, insieme a quella della postergazione dei finanziamenti soci *ex art.* 2467 c.c., uno

---

*cale? Considerazioni sulla clausola di recesso a prezzo definito*, nota a Trib. Roma, 15 gennaio 2020, il cui dattiloscritto è stato consultato per la cortesia dell'A., destinato alla pubblicazione in *Banca, borsa, tit. cred.*, p. 9. Il *SAFE*, pertanto, non è mai qualificabile come apporto a capitale, potendosi tutt'al più discutere se il suo rimborso solo eventuale ne consenta un'apostazione a patrimonio netto, così non ponendosi a nostro giudizio quei problemi che affaticano la dottrina in tema di azioni redimibili, portanti cioè il diritto potestativo di essere riscattate a prezzo predeterminato con obbligo di liquidazione a carico delle società, su cui v., per ulteriori riferimenti, N. DE LUCA, *Il socio “leone”*, (nt. 268), 90-91 e bibliografia *ivi* citata, il quale – pur condivisibilmente iscrivendo l'osservazione nell'ambito del più generale problema dell'interpretazione degli statuti societari – osserva che «non dovrebbe contrastare con il divieto del patto leonino l'attribuzione di un'opzione *put* a prezzo definito – a carico della società o di altri soci o terzi – ad un soggetto che non debba qualificarsi azionista o socio, in quanto lo strumento rappresentativo dell'investimento è riconducibile ad altra tipologia di investimento societario, conosciuta e legittimata dall'ordinamento, e segnatamente, in materia di società per azioni, a quella delle obbligazioni o degli strumenti finanziari *ex art.* 2346, comma 6°, c.c.».

<sup>189</sup> L'art. 26, settimo comma, d.l. 179/2012 si riferisce, infatti, alle “società di cui all'art. 25, comma 2”, che definisce la “impresa start-up innovativa”; la norma è poi richiamata, per le PMI innovative, dall'art. 4, nono comma, d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, conv. l. 24 marzo 2015, n. 33. Nessun intervento su tale comma è stato invece disposto dall'art. 57, primo comma, d.l. 24 aprile 2017, n. 50, conv. l. 21 giugno 2017, n. 96 che, invece, ai commi 2, 5 e 6 ha sostituito il mero riferimento alle PMI. Le ragioni di tale mancato richiamo non sono comprensibili, trattandosi con ogni probabilità di un difetto di coordinamento.

dei cardini dell'organizzazione finanziaria della s.r.l. frutto della riforma del 2003. Essa, anzi, fu salutata come una notevole innovazione rispetto al regime previgente<sup>190</sup>, in cui l'art. 2486 c.c. proibiva alla s.r.l. di emettere prestiti obbligazionari. Ciò nonostante, la figura ha trovato rara applicazione<sup>191</sup>. Numerosi, infatti, sono i limiti posti all'emissione: necessità di una espressa previsione dell'atto costitutivo; limitazione del mercato primario ai soli «investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali»<sup>192</sup>; taglio minimo di ciascun titolo di 50.000 euro<sup>193</sup>; garanzia del primo sottoscrittore nei confronti dei successivi acquirenti, a meno che non si tratti di investitori professionali<sup>194</sup> o soci dell'emittente; possibilità, solo in presenza di apposita disposizione statutaria, di modificare le condizioni del prestito rimessa alla «maggioranza dei possessori dei titoli» e non ai portatori della maggioranza delle quote di sottoscrizione del prestito<sup>195</sup>.

---

<sup>190</sup> Si v. la Relazione di accompagnamento al d.lgs. 6/2003, il cui § 11 enfatizza il rilievo della nuova disciplina, chiarendo come con la sua formulazione si sia cercato «un equilibrio tra l'esigenza di rendere praticabile ed utile per le società a responsabilità limitata l'accesso a queste forme di finanziamento e quella di assicurare la necessaria salvaguardia degli interessi dei risparmiatori».

<sup>191</sup> A tutto il 2018 solo 45 s.r.l. hanno emesso titoli di debito: così POLITECNICO DI MILANO, *5° Report italiani sui Mini-Bond*, febbraio 2019, 27, disponibile su: <http://www.osservatoriominibond.it/portal/minibond/documenti>, ultimo accesso il 15 giugno 2020. Nel 2013, a ben dieci anni di distanza dalla riforma, solo il 18,90% delle s.r.l. avevano modificato i propri statuti prevedendo la possibilità di emettere titoli di debito: v. i dati citati da A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.; il bilancio dei primi dieci anni*, in *Società*, 2013, 1317 ss., in part. bibliografia citata alla nt. 5.

<sup>192</sup> Sul significato dell'espressione, che non trova riscontro in altri testi normativi, v. A. DALMARTELLO, *Sottoscrizione e circolazione dei titoli di debito di società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, 125 ss.; E. FREGONARA, *Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle s.r.l. innovative chiuse*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, I, 589 ss., in part. nt. 23.

<sup>193</sup> Cfr. art. 11 Deliberazione CICR del 19 luglio 2005 e BANCA D'ITALIA, *Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, 8 novembre 2016.

<sup>194</sup> Sulla definizione di «investitore professionale privato», v. il Regolamento intermediari («Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari»), n. 20307 del 15 febbraio 2018, Allegato 3.

<sup>195</sup> Cfr. G. CABRAS, sub art. 2483, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, III, Napoli, Jovene, 2004, 1691 ss., in part. 1703; A. GIANNELLI, sub art. 2483, in *Commentario alla riforma delle società*, (nt. 45), 1320 ss., in part., 1347; A. LAUDONIO, *Un'organizzazione collettiva per i possessori di titoli di debito ex art. 2483 c.c.?*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2005, I, 429 ss., in part. 443; S. PATRIARCA, *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Milano, Giuffrè, 2005, 80 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2005, 1001 ss., in part., 1008; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1814.

Una disciplina così restrittiva si poneva in perfetta consonanza con la più volte richiamata caratteristica tipologica della s.r.l. presupposta dal legislatore del 2003 (divieto di finanziamento presso il pubblico) e su questa base era giustificato e approvato dalla dottrina<sup>196</sup>, che peraltro in via maggioritaria negava la possibilità di emettere titoli convertibili in quote, sostenendo che la idoneità alla circolazione dei titoli convertibili avrebbe comportato una sostanziale elusione dell'art. 2468 c.c.<sup>197</sup>.

A valle delle riforme del 2012-2017, con le quali come visto il legislatore ha profondamente mutato l'archetipo delle "nuove s.r.l.", riteniamo che la so-

---

<sup>196</sup> Cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1781; v. inoltre M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio*, in *Il nuovo diritto delle società*, (nt. 163), III, 745 ss., *passim*; ID., *I titoli di debito*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, (nt. 42), II, 1275 ss.; M. PORZIO, *La società a responsabilità limitata e il mercato finanziario*, in *Riv. soc.*, 2004, 1186 ss., *passim*; G. PRESTI-M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, II, Bologna, Zanichelli, 2009, 238, i quali giustificano la diversa disciplina, in punto di prestito obbligazionari, tra s.p.a. e s.r.l. in quanto orientata alla protezione del mercato, considerata la maggiore rischiosità dell'investimento in PMI, caratterizzate da controlli meno stringenti rispetto a quelli previsti per le s.p.a.

<sup>197</sup> Cfr. I. DEMURO, *Alcune osservazioni sui titoli di debito nella società a responsabilità limitata*, in *Giust. civ.*, 2004, 519 ss., in part. nt. 13; F. FIMMANÒ, *Gli strumenti finanziari nelle società a responsabilità limitata*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, 95 ss., in part. 99 ss.; P. SPADA, *L'emissione di titoli di debito nella nuova s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2003, 799 ss., in part. 806; M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito*, (nt. 195), 1001; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1797. Ma per una convincente critica M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito delle s.r.l.*, (nt. 196), 786-787, il quale peraltro osservava come i titoli di debito convertibili avrebbero potuto «presentare profili di interesse per consentire l'intervento finanziario di investitori professionali nelle piccole e medie imprese particolarmente innovative e ad alto potenziale di sviluppo»; ID., *La società a responsabilità limitata*, (nt. 99), 25 s., ove l'A. evidenzia "l'ipocrisia" del legislatore nell'aver mantenuto fermo il divieto di offerta al pubblico delle quote per le sole grandi s.r.l.

Le stesse opinioni che ammettevano la possibilità di emissione, peraltro, lo facevano alla sola condizione che fosse impedito ai primi sottoscrittori di ricollocare i titoli mediante sollecitazione all'investimento: cfr. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, Bologna, Il Mulino, 2004, 272; A. BARTALENA, sub *art. 2480*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, III, Napoli, Jovene, 2004, 1648; G. CABRAS, sub *art. 2483*, (nt. 195), 1697; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 363; S. LUONI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari. Titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna, Zanichelli, 2010, 443; M. PORTALE, *Società a responsabilità limitata e mercato dei capitali*, in A.A. DOLMETTA-G. PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario*, (nt. 36), 994 ss., in part. 999-1000; in senso dubitativo, M. RESCIGNO, *La nuova società a responsabilità limitata*, in M. RESCIGNO-A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milano, Giuffrè, 2004, 275 ss., in part. 287.

luzione negativa all'ammissibilità di titoli convertibili in partecipazioni della s.r.l. debba essere oramai superata. Ciò non tanto in virtù di una oramai acquisita assimilazione tipologica della s.r.l. alla s.p.a.<sup>198</sup>, che da tempo conosce una ampia regolazione del fenomeno della convertibilità, né tantomeno in virtù di una coesistenza di soci imprenditori e soci investitori<sup>199</sup>, ma, sulla scia della premessa metodologica qui adottata, all'esito di un procedimento di adeguamento del dato normativo alla luce del chiaro intento espresso dal legislatore di favorire lo sviluppo di quelle prassi contrattuali di cui, invece, la dottrina sino a quel momento aveva negato la fattibilità non sulla base di una norma espressa, ma richiamandosi a una diversa fenomenologia della s.r.l. presupposta dal legislatore del 2003, oramai evidentemente superata.

È però innegabile l'applicabilità ai titoli di debito convertibili dell'art. 2483 c.c. che, seppure del tutto incoerentemente con le ragioni ispiratrici dell'intervento riformatore, non è stato espressamente derogato dalle riforme del 2012-2017<sup>200</sup>. I titoli di debito convertibili devono quindi essere necessariamente sottoscritti in prima battuta da investitori soggetti a vigilanza prudenziale (banche, intermediari finanziari) per poi poter essere trasferiti ai *business angels*: ipotesi abbastanza irrealistica, visto che i primi finirebbero per rendersi garanti della solvenza della *startup* verso i secondi<sup>201</sup>.

---

<sup>198</sup> V., proprio con riferimento ai titoli convertibili, S. PATRIARCA, *Le obbligazioni e titoli di debito*, in AA.VV., *Le operazioni di finanziamento*, Bologna, Zanichelli, 2016, 1089 ss., in part. 1156 nt. 270, nonché l'opinione precedentemente espressa in A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori. Tra rimedi compensativi e rimedi ostativi*, Torino, Giappichelli, 2018, 307 ss.

<sup>199</sup> Così invece E. FREGONARA, *Strumenti di ricorso al capitale di credito*, (nt. 192), in part. 609.

<sup>200</sup> E tale circostanza è forse alla base della prassi seguita in alcuni ambienti italiani che, sulla base delle informazioni in nostro possesso e probabilmente proprio a causa dell'assenza di una chiara presa di posizione da parte del legislatore, si è orientata a stipulare prestiti convertibili su base para-sociale. Si tratta, in buona sostanza, di mutui in favore della società con annessi patti parasociali tra soci e finanziatori in cui i primi si obbligano, all'esercizio o al sorgere del diritto di conversione, a far sì che i secondi ottengano (tramite trasferimento o aumento di capitale riservato) le quote [dell'emittente o di società terze: v. sul punto G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1798] corrispondenti all'applicazione del tasso di conversione sulla somma mutuata, compensando il debito da conferimento con il credito da restituzione del *tantundem*. Notevoli, però, gli inconvenienti che conseguono a tale struttura, primo tra tutti quello della non vincolatività per i futuri soci, oltre che della tutela esclusivamente risarcitoria in caso di inadempimento.

<sup>201</sup> Per risolvere il problema della garanzia della solvenza da parte dell'intermediario primo sottoscrittore potrebbe ipotizzarsi che i *business angels*, come secondi sottoscrittori: i) divengano soci dell'emittente acquistando una minima quota del capitale sociale priva di diritti di

Il problema appena sollevato potrebbe invero essere superato sfruttando la possibilità, di recente introduzione, di collocare gli strumenti di debito emessi da P.M.I. tramite piattaforme di *crowdfunding*<sup>202</sup>. Le norme attuative di rango regolamentare emanate dalla CONSOB, infatti, pur formalmente facendo salvi i «limiti dettati dal codice civile»<sup>203</sup>, hanno ampliato il novero dei possibili sottoscrittori di tali titoli tramite piattaforme oltre gli angusti limiti stabiliti dall'art. 2483 c.c., includendo anche i c.d. “investitori di supporto”, le cui ca-

---

voto e subordinata negli utili e nella quota di liquidazione, così non beneficiando della garanzia per la solvenza dell'emittente grazie all'esclusione stabilita dall'art. 2483, secondo comma, c.c.; ii) non possano successivamente alienare il titolo acquistato se non ad altri soci dell'emittente o investitori professionali soggetti a vigilanza in virtù di specifica clausola contenuta nella decisione di emissione. Ciò in quanto il finanziatore/socio acquirente in seconda battuta potrebbe a sua volta rivendere il titolo di debito a un soggetto non socio e non investitore, con permanente garanzia in capo al primo sottoscrittore. V., per tutti, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1806-1807 e bibliografia alle nt. 79-80, che contesta sulla base della chiara lettera della norma e argomentando dalla relazione ministeriale la tesi [M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito*, (nt. 195), 1006; S. PATRIARCA, *I titoli di debito della s.r.l.*, (nt. 195), 58 ss.; A. GIANNELLI, sub art. 2483, (nt. 195), 1359] secondo la quale la responsabilità del primo sottoscrittore nei confronti di successivi prenditori non “investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale” sarebbe esclusa là dove il loro *dante causa* rivesta tale qualità. M. CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata*, (nt. 99), 26, proprio al fine di rivitalizzare l'istituto dei titoli di debito, propone ora «di fare a meno in alcuni casi della sottoscrizione da parte di un investitore professionale vigilato garante della solvenza dell'emittente».

È però da rilevare come secondo certi autori la (possibile) apertura al mercato delle PMI tramite canali di *crowdfunding*, essendo venuto meno quel “privilegio informativo” che giustificava la non necessità di tutela per il sottoscrittore che fosse stato anche socio, imporrebbe, in generale, la disapplicazione dell'esenzione di cui all'art. 2483, secondo comma, c.c.: v., seppur in senso dubitativo, M. CIAN, S.r.l. PMI, (nt. 8), 848. In senso molto più deciso, argomentando in base alla “defettibilità” della norma, A.D. SCANO, (nt. 47), 81. Non riteniamo che tale impostazione sia condivisibile, per le ragioni richiamate in precedenza (v. *supra* la nt. 184 e il testo corrispondente).

<sup>202</sup> Ad opera dell'art. 1, 236° comma, della l. 30 dicembre 2018, n. 145 (Legge di Bilancio 2019) che ha: i) modificato l'art. 1, quinto-*novies* comma, T.U.F., introducendo, tra i portali di *crowdfunding*, anche quelli che abbiano come finalità la facilitazione «della raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese»; ii) introdotto un nuovo comma 1-*ter* all'art. 100-*ter* del T.U.F., riservando «la sottoscrizione di obbligazioni o di titoli di debito ... nei limiti del codice civile, agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob».

<sup>203</sup> V. però l'art. 24, primo comma, lett. b-*bis*) del Regolamento *Crowdfunding* emanato dalla CONSOB, così come emendato dalla Delibera n. 21110 del 10 ottobre 2019, che sembra intendere il riferimento ai “limiti” del codice civile come riferito esclusivamente all'art. 2483, primo comma, c.c., che invero non detta alcun limite, rinviando completamente all'autonomia statutaria.

ratteristiche è plausibile attendersi siano soddisfatte quantomeno dai *business angels*<sup>204</sup>. Tale possibile strada di collocamento, però, farebbe venir meno la caratteristica “chiusa” dell’operazione di collocamento privato dell’operazione, anche se la intrinseca rischiosità dell’investimento, la possibilità di determinare tagli sufficientemente elevati e la già accennata opportunità di limitare la circolazione del titolo potrebbero scoraggiare soggetti non già in possesso di adeguate informazioni sull’emittente.

Riteniamo che la vicenda appena descritta denoti una consapevolezza dello stesso legislatore circa l’eccessiva rigidità delle limitazioni poste alla cerchia dei potenziali sottoscrittori di tali strumenti, che quindi sono state allentate consentendo alla CONSOB di individuare «ulteriori categorie di investitori». Ciò, però, complice una eccessiva attenzione nei confronti del solo fenomeno della s.r.l. “aperta”, è avvenuto unicamente per gli strumenti di debito collocati presso il pubblico tramite piattaforme di *crowdfunding*, il che è abbastanza paradossale, visto che, come notato, i titoli di debito (convertibili) sono normalmente emessi nell’ambito di operazioni di finanziamento private tramite *business angels* e *VC*. La norma adottata dalla CONSOB, comunque, costituisce un valido argomento sistematico a favore della tesi, che andremo subito a sostenere, secondo la quale le limitazioni poste dall’art. 2483 c.c. non si applicano agli strumenti finanziari emessi (*ex artt.* 26, comma settimo, d.l. n. 179/2012 e 4, comma nono, d.l. n. 3/2015) da s.r.l. *startup* o PMI innovative che attribuiscono diritti partecipativi.

La possibilità concessa alle s.r.l. *startup* e P.M.I. innovative di emettere strumenti finanziari permette l’emissione di strumenti finanziari convertibili sottratti all’applicazione dell’art. 2483 c.c., mancando la *eadem ratio*, se con contenuto “partecipativo”, ossia, a seconda delle impostazioni cui si ritiene di aderire<sup>205</sup>, che comunque conducono al medesimo risultato che qui interessa, se do-

---

<sup>204</sup> E v. l’art. 24, secondo-*quater* comma, del Regolamento *Crowdfunding*, che, nel regolare la platea di possibili sottoscrittori estende la possibilità anche ai soggetti di cui al secondo comma (c.d. investitori di supporto) e quindi: agli investitori non professionali che abbiano un valore di portafoglio di strumenti finanziari superiore a 250.000 euro (lett. a); agli investitori che si impegnino ad investire almeno centomila euro in una singola offerta, dichiarando per iscritto, in documento separato, «di essere consapevoli dei rischi connessi all’impegno o all’investimento previsto» (lett. b); agli investitori non professionali che effettuano l’investimento «nell’ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti» (lett. c).

<sup>205</sup> Con riferimento alla stessa distinzione tra le nozioni di strumenti partecipativi e non partecipativi la dottrina è infatti divisa tra: i) chi ha ritenuto di ricostruire la fattispecie in termini unitari nell’ambito della fattispecie obbligazionaria [cfr. G. FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 806 ss. (ma anche in C. MONTAGNANI (a cura

tati di almeno un diritto amministrativo o se comunque partecipanti al rischio d'impresa<sup>206</sup>. Al riguardo è però opportuno far presente che l'art. 26, settimo comma, d.l. 179/2012, mentre appare formulato in perfetta simmetria alla norma dettata per la s.p.a. dall'art. 2346, sesto comma, c.c., il quale pone il principio generale del divieto di esercizio del voto nell'assemblea degli azionisti, non riproduce espressamente il contenuto dell'art. 2351, quinto comma, c.c. che, invece, deroga a tale principio consentendo l'attribuzione del «diritto di voto su argomenti specificamente indicati e, in particolare [la riserva della] nomi-

---

di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, Giuffrè, 2004, 78 ss.); B. LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 1 ss.; P. SPADA, *Azioni e strumenti finanziari*, in *La riforma del diritto societario. Le riflessioni del notariato. Studi e materiali, Quaderni del Cons. Naz. Notariato*, suppl. al fasc. 2/2004, Milano, Giuffrè, 2004, 225; ID., *C'era una volta la società ...*, in *Riv. not.*, 2004, I, 1 ss., in part. 8; da ultimo N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, Giuffrè, 2012, 88 e 102; M. STELLA RICHTER JR., *Strumenti finanziari e società per azioni*, in *La riforma del diritto societario dieci anni dopo*, Atti del convegno per i quarant'anni di Giurisprudenza Commerciale – Milano 13-14 giugno 2014, Milano, Giuffrè, 2015, 53 ss.]; ii) chi distingue, probabilmente così aderendo maggiormente alla distinzione tra strumenti *participating* e *non participating* (v. *supra* la nt. 130 e testo corrispondente), in base al grado di «partecipazione economica al rischio d'impresa», in sostanza scriminando tra capitale di rischio e capitale di credito: cfr. R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto della società*, cit., 729 ss.; M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 433 ss.; A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Giappichelli, Torino, 2012, 137 ss. Per una sintesi del dibattito cfr. ID., sub art. 2346, comma 6, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), M. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-U. TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Milano, Giuffrè, 2016, 483 ss.

La questione è all'evidenza rilevante sotto il profilo pratico della rilevazione contabile di tali strumenti: cfr. sul punto M. BUSSOLETTI, *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti di terzi nei patrimoni destinati)*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, 29 ss.; M. NOTARI-A. GIANNELLI, sub art. 2346, comma 6, in *Commentario alla riforma delle società*, (nt. 45), 110 ss.; G.E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, 51 ss.

<sup>206</sup> Conformi N. ABRIANI, *La struttura finanziaria*, (nt. 178), 511; I. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding*, (nt. 181), 18. *Contra* M. MALTONI-P. SPADA, *L'impresa start-up*, (nt. 178), 1130; M. GARCEA, *Le "nuove" s.r.l. e l'autonomia statutaria: partecipazione sociale, indebitamento ed emissione di strumenti finanziari*, in *Riv. dir. priv.*, 2014, 581 ss., in part. 601.

Non rinveniamo sufficienti elementi testuali per sostenere, invece, pur avendo vagliato tale possibilità al dichiarato fine di fornire soluzioni interpretative quanto più volte a favorire la prassi VC, che l'art. 2483 c.c. non si applichi agli strumenti finanziari privi di caratteristiche partecipative (i.e., ferma restando l'esclusione del diritto di voto e di nomina di organi sociali – su cui v. *infra* la nt. 336 e il testo corrispondente – privi di diritti amministrativi e, quindi, “di puro debito”) emessi da s.r.l. *startup* e PMI innovative, la cui fattispecie andrebbe perfettamente a coincidere con quella dei titoli di debito presa a riferimento da tale norma.

na di un componente indipendente del consiglio di amministrazione».

Per quanto riguarda il *SAFE* la possibilità, peraltro eventuale, di restituzione del capitale investito nell'ipotesi di *liquidity events* non vale a nostro giudizio a qualificarlo come strumento rappresentativo di un capitale di debito e, quindi, sottoposto alla stringente disciplina dell'art. 2483 c.c. Il sottoscrittore di *SAFE*, infatti, effettua un apporto non al fine di vederselo restituito maggiorato di una remunerazione (se fissa o variabile in quanto ancorata all'andamento dell'attività sociale non rileva) ma per vedersi attribuita un'opzione, a prezzo predefinito e (almeno negli auspici) vantaggioso, a partecipare ai futuri *round* di aumento di capitale. I diritti attribuiti al sottoscrittore di *SAFE*, quindi, sono partecipativi: *i*) sia nel senso che attribuiscono un diritto a valenza amministrativa a partecipare ai futuri aumenti; *ii*) sia nel senso che l'eventuale restituzione del capitale in caso di *liquidity events* è comunque postergata rispetto ai creditori sociali e, perciò, è da definirsi quale diritto a partecipare alla distribuzione del residuo attivo della liquidazione.

Alla luce delle precedenti considerazioni, la *startup* può emettere strumenti convertibili, con il limite posto dall'art. 2483 c.c. per le obbligazioni convertibili, salva la speciale disciplina del *crowdfunding*; e senza limiti per l'emissione di strumenti finanziari partecipativi convertibili. Come si è visto, non vi sono problemi per l'emissione di quote convertibili in quote di altra categoria e di *SAFE*.

## 14.2. La conversione a sconto (premiata).

Il tasso di conversione degli strumenti convertibili della prassi *VC* normalmente prevede, sia per il *seed debt* sia per il *SAFE* sia per il *seed equity*, un forte sconto. Tramite tali strumenti, infatti, il titolare può, se del caso con un limite massimo (c.d. "*valuation cap*"<sup>207</sup>), ottenere partecipazioni di valore di gran lunga superiore rispetto al capitale inizialmente versato. Ciò si iscrive nel già esposto meccanismo di incentivi proprio dello *staging financing*<sup>208</sup>, caratterizzato da diversi *round* di finanziamento successivi, in cui i finanziatori (soprattutto se *early stage*) subordinano il loro coinvolgimento alla possibilità di ottenere, tramite la conversione – vuoi volontaria vuoi automaticamente al *round* successivo – un notevole ritorno per aver rischiato nella fase iniziale del *business*<sup>209</sup>.

<sup>207</sup> Su cui v. F. REDOANO, *Il SAFE*, (nt. 119), 7.

<sup>208</sup> V. *supra* il § 7.

<sup>209</sup> È invero possibile osservare, anche in linea generale, che il rapporto di cambio di un ti-

La fissazione di un tasso di conversione anche sotto la pari è ampiamente fattibile nella s.r.l., non trovando un particolare ostacolo nelle norme sull'effettività del capitale sociale e, in particolare, nell'art. 2464 c.c. che impone l'equivalenza tra valore complessivo dei conferimenti e ammontare globale del capitale sociale<sup>210</sup>. La fissazione, non a caso diffusa nella prassi, dell'ammontare del capitale sociale in misura prossima se non pari a quella minima, rende infatti del tutto marginale l'ipotesi in cui il valore dell'apporto iniziale sia tale da non coprire integralmente il valore nominale delle quote offerte in conversione<sup>211</sup>.

Una volta rispettato il limite posto dall'art. 2464 c.c., il meccanismo della distribuzione delle quote non proporzionale ai conferimenti (art. 2468, secondo comma, c.c.) consente allora di ottenere gli effetti premiali a favore dei primi finanziatori della *startup*. Non si verificherebbe, peraltro, un'ipotesi di non proporzionalità "estrema"<sup>212</sup>, sulla cui ammissibilità la dottrina è divisa, giacché l'apporto del nuovo finanziatore (il VC) verrebbe in parte imputato a capitale e in parte a coprire la differenza tra il valore del finanziamento originario e il valore nominale delle quote (qualora si tratti di titolo convertibile) assegnate a favore dello strumento convertibile<sup>213</sup>.

---

tolo convertibile è raramente stabilito esclusivamente sulla base degli indici patrimoniali/reddituali dell'emittente al momento dell'emissione, necessariamente riflettendo le aspettative di futuro apprezzamento dei titoli di compendio legate all'incremento patrimoniale e reddituale derivanti dal successo dell'attività d'impresa. Sul punto sia permesso il richiamo a A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie*, (nt. 198), 221 e la bibliografia citata alla nt. 44.

<sup>210</sup> Il principio è invero imposto dalle norme europee (cfr. art. 47 Direttiva 1132/17/UE) per la sola s.p.a. (e v. infatti l'art. 2346, quinto comma, c.c.), ma il legislatore italiano lo ha esteso anche alle s.r.l.

<sup>211</sup> Al contrario, è ragionevole attendersi che il finanziamento iniziale sia sempre di molto superiore al valore nominale delle quote attribuite in conversione.

<sup>212</sup> Ossia di un caso in cui vi sono soci che si vedono assegnate partecipazioni senza conferire alcunché, argomento su cui v. *infra* il § 5.2.

<sup>213</sup> Analogamente v., per la s.p.a., quella posizione più liberale che ammette un tasso di conversione sotto la pari alla sola condizione che l'ammontare del nominale dei titoli convertibili sia, grazie ad una distribuzione non proporzionale dei titoli di compendio, uguale a quello del capitale risultante dalla conversione: così A. GIANNELLI, sub *art. 2420-bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, (nt. 45), 257 ss., in part. 278. V. però la posizione più rigorosa secondo la quale la differenza tra il valore reale e il valore nominale delle azioni di compendio sia coperto vincolando le riserve disponibili sino al termine del periodo di conversione: G.B. PORTALE, *Opzione e sovrapprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. comm.*, 1975, I, 207 ss., in part. 213. Per un maggior approfondimento ci si permette di rimandare alle osservazioni svolte in A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie*, (nt. 198), 222.

### 14.3. La disciplina negoziale nell'emissione di titoli convertibili.

Le riforme del 2012-2017 non hanno ritenuto di dettare per la s.r.l. una disciplina analoga a quella dettata dal Codice per la s.p.a. (artt. 2420-*bis*, 2441, 2503-*bis* c.c.) in tema di operazioni straordinarie compiute dall'emittente nel periodo di conversione. Conformemente alle premesse metodologiche in questa sede adottate, non riteniamo abbia senso affermare la natura "transtipica" di tali norme o, che è lo stesso, sostenerne l'applicazione analogica al fenomeno della "nuova s.r.l."<sup>214</sup>.

La soluzione che ci appare preferibile, invece, è quella di rimettere ogni questione all'autonomia delle parti nella predisposizione del regolamento del prestito convertibile, sicché potrebbe anche al limite sostenersi che, in difetto di previsione del regolamento di emissione, ogni operazione possa legittimamente essere ostacolata addirittura da un solo obbligazionista convertibile ad essa contrario<sup>215</sup>. Di conseguenza, è da escludere la necessità, a differenza di quanto accade per la s.p.a., di deliberare un aumento di capitale a servizio del diritto di conversione contemporaneamente all'emissione del prestito, così a ben vedere ricadendosi nella stessa situazione della s.p.a. anteriormente alla novella del 1974<sup>216</sup>.

In ogni caso, quando anche venisse deliberato l'aumento di capitale a servizio del diritto di conversione e pur in presenza di una clausola statutaria che consentisse l'esclusione del diritto d'opzione per permettere la collocazione dei convertibili presso i *business angels* o i *venture capitalists*, l'applicabilità dell'art. 2481-*bis* c.c. comporterebbe la spettanza del recesso ai soci preesi-

---

<sup>214</sup> Per la soluzione negativa, ma ancorata alla concezione di una s.r.l. "chiusa", G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 405. In senso affermativo cfr. M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito*, (nt. 196), 791; M. PORTALE, *Società a responsabilità limitata e mercato dei capitali*, (nt. 197), 1000. V. sul punto S. LUONI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari*, (nt. 197), 443 ss.

<sup>215</sup> Così M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito*, (nt. 195), 1008-1009, secondo il quale la posizione dei possessori dei titoli di debito è essenzialmente estranea al rapporto sociale e, quindi l'emissione dei titoli di debito non comporta automaticamente una loro considerazione in termini di gruppo (organizzato) chiamato a decidere dei propri interessi sulla base del principio maggioritario.

<sup>216</sup> Discutendosi, in particolare, sui rimedi a disposizione degli obbligazionisti convertibili in caso di mancata deliberazione dell'aumento di capitale necessario a permettere la conversione. Per un'ampia e documentata analisi storico-comparativa sul punto. v. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, Milano, Giuffrè, 1993, 33-53. Nel senso invece della necessità di una delibera di aumento a servizio, v. M. PORTALE, *Società a responsabilità limitata e mercato dei capitali*, (nt. 197), 1000.

stenti, che potrebbero così ostacolare l'ingresso in società di un finanziatore esterno o, comunque, porre in essere comportamenti opportunistici<sup>217</sup>. Abbiamo però già constatato come il presupposto tipologico su cui si fonda la norma in questione, ovvero la "rilevanza centrale del socio", è stato oramai superato dalle riforme 2012-2017; vedremo subito come da ciò riteniamo possibile sostenere che, quantomeno in sede di costituzione, l'art. 2481-*bis* c.c. sia derogabile da parte dell'autonomia statutaria.

### 15. La raccolta tramite capitale di rischio.

Il tema della raccolta da parte delle "nuove" s.r.l. di capitale di rischio è stato affrontato dal legislatore delle riforme 2012-2017 unicamente sotto il profilo della riconosciuta possibilità di emettere categorie di quote. Ciò nondimeno, la pratica attuazione di gran parte degli schemi contrattuali propri della prassi *VC* potrebbe trovare un notevole ostacolo: *i*) nel caso di aumenti di capitale, nella disposizione dell'art. 2481-*bis* c.c., che in caso di esclusione del diritto di opzione impone il riconoscimento del diritto di recesso ai soci dissenzienti, sulla cui inderogabilità nell'ambito delle "nuove" s.r.l. è quindi necessario interrogarsi; *ii*) nelle varie disposizioni che possono ostacolare l'introduzione di *antidilution clauses*; *iii*) nell'imperatività delle norme attributive di diritti ai soci di s.r.l. e nell'applicazione analogica dei limiti previsti nel sistema delle s.p.a. per l'emissione di categorie di azioni; *iv*) nell'applicazione, e comunque nell'eccessiva dilatazione, del divieto di patto leonino; *v*) nell'interpretazione della disciplina alla luce di un preteso principio di necessaria "equa valorizzazione della partecipazione", tale da fulminare con l'invalidità qualsiasi pre-determinazione pattizia del *quantum* dovuto al socio recedente, trascinato o riscattato in misura inferiore a tale "equa valorizzazione".

Affronteremo questi problemi proponendo quelle soluzioni interpretative in linea con l'impostazione teorica ritenuta più corretta, caratterizzata dal netto rifiuto verso la costruzione interpretativa di principi inderogabili e tesa alla massima valorizzazione della libertà contrattuale e, là dove possibile, a rimeditare l'imperatività di alcune norme codicistiche.

---

<sup>217</sup> Cfr. M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito*, (nt. 195), 1001; M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito*, (nt. 196), 788 e nt. 115, ove la specificazione che la spettanza del recesso potrebbe essere condizionata all'esecuzione, tramite esercizio del diritto di conversione, del deliberato aumento di capitale; M. PORTALE, *Società a responsabilità limitata e mercato dei capitali*, (nt. 197), 1000, che prospetta la possibilità di escludere il recesso nell'ipotesi in cui il sottoscrittore si impegni ad offrire i titoli ai soci rispettando la disciplina del diritto di opzione.

### 15.1. L'esclusione del diritto di opzione e l'art. 2481-bis c.c.

Il campo dell'aumento di capitale è uno di quelli nei quali maggiormente si avvertono le tensioni tra le esigenze propriamente capitalistiche della s.r.l. *VC-backed* e la disciplina, in ciò non modificata dalle ultime riforme, dettata dal codice civile. La disciplina della s.r.l. in tema di aumento del capitale, infatti, con l'art. 2481-bis c.c. accoglie, ancor più che rispetto al Codice del 1942<sup>218</sup>, una nozione "forte" del principio di rilevanza centrale del socio, tale da ricomprendere anche l'interesse al mantenimento del proprio peso organizzativo-amministrativo<sup>219</sup>. Questo costituisce un problema, perché nelle operazioni di finanziamento *VC* il peso reciproco tra *founders* e investitori deve essere frutto della libera negoziazione delle parti. Si è già avuto e si avrà modo di osservare come in numerose occasioni<sup>220</sup> la alternativa tra opzione e recesso, imposta dall'art. 2481-bis c.c., può porre un problema di *hold-up* del socio dissenziente, che potrebbe assumere atteggiamenti opportunistici in un momento delicato come quello del reperimento di nuovo capitale di rischio<sup>221</sup>.

Il testo dell'art. 2481-bis, primo comma, non sembrerebbe consentire alcuna forma di interpretazione adeguatrice. La sua seconda parte, infatti, fa espresso richiamo alla possibilità che l'atto costitutivo preveda l'offerta di

---

<sup>218</sup> Che, almeno, con il richiamo operato dall'art. 2495 c.c. all'art. 2441, primo comma, c.c., ammetteva l'esclusione dell'opzione in caso di conferimenti da liberare in natura: v. sul punto G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1530 nt. 8.

<sup>219</sup> Cfr., sul punto, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1759-1760; M. CETRA, *Le operazioni sul capitale nella s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2016, 812 ss., in part. 816-817; G. GIANNELLI, *Le modificazioni dell'atto costitutivo. Le operazioni sul capitale*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da C. Ibba-G. Marasà, IV, Padova, CEDAM, 2009, 339; ID., *Le operazioni sul capitale*, cit., 1563-1564; F. GUERRERA, *Profili generali delle modificazioni dell'atto costitutivo*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da C. Ibba-G. Marasà, IV, Padova, CEDAM, 2009, 219 ss., in part. 239; G. PINNA, sub art. 2481-bis, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, III, Padova, CEDAM, 2005, 2084 ss., in part. 2086; M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio*, (nt. 160), 32 ss. e, soprattutto, 38 ss. Da ultimo v. G.P. ALLECA, *L'intangibilità della posizione del socio di s.r.l.*, (nt.165), in part. 1090, che ricollega la scelta compiuta dal legislatore all'intenzione di affermare «il forte carattere contrattuale dell'attuale s.r.l.».

<sup>220</sup> V. *supra*, con riferimento al fenomeno della convertibilità, il § 14. V. inoltre *infra* i §§ 15.1, 15.2, 16.

<sup>221</sup> Che l'attribuzione del diritto di recesso consenta in molti casi al socio dissenziente di esercitare un vero e proprio diritto di veto è constatazione comune in dottrina, v. per tutti O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 334 e L. L. BENATTI, sub art. 2481-bis, in A.L. SANTINI-L. SALVATORE-L. BENATTI-M.G. PAOLUCCI, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna, Zanichelli, 2014, 727 e nt. 1 per ulteriore bibliografia.

nuova emissione a terzi ma nulla dice circa il diritto di recesso attribuito in tale circostanza al socio che non ha consentito alla decisione. Ciò costituisce, secondo la dottrina unanime<sup>222</sup>, un indice forte che il diritto di recesso non sia derogabile nell'atto costitutivo.

Di fronte ad un simile dato testuale può diventare difficile argomentare la derogabilità della norma esclusivamente sulla base della circostanza che essa si fonda su un principio, quello della rilevanza centrale del socio, che le riforme del 2012-2017 hanno messo in discussione.

Tuttavia, vi è un altro dato testuale che può fornire sostegno all'argomento della derogabilità. L'art. 2481-*bis*, primo comma, c.c. si conclude affermando che il socio che non ha consentito all'aumento spetta il diritto di recesso a norma dell'art. 2473 c.c. Quest'ultima norma attribuisce all'atto costitutivo la determinazione dei casi in cui al socio spetta il recesso. La disposizione aggiunge, poi, i casi in cui il diritto di recesso comunque spetta al socio (inderogabilmente), ma non menziona il caso dell'aumento di capitale offerto ai terzi. L'interpretazione della disciplina del recesso posta dall'art. 2481-*bis*, primo comma, c.c. trova dunque due argomenti letterali che in qualche misura si elidono. La valorizzazione del richiamo all'art. 2473 c.c. e il fatto che quest'ultimo non menzioni l'aumento di capitale tra le cause inderogabili di recesso sono indizi che potrebbero consentire di affermare la derogabilità statutaria della causa di recesso in questione che, quindi, si atterrebbe a causa legale, ma derogabile, di recesso<sup>223</sup>.

Qualora non si condividesse l'interpretazione dichiaratamente adeguatrice che prospettiamo, si potrebbe comunque aderire a quelle opinioni secondo cui i soci possono rinunciare preventivamente in sede di costituzione all'esercizio di diritti attribuitigli dalla legge<sup>224</sup>. Il punto è, infatti, che il carattere insacrificabile del diritto di recesso poteva razionalmente affermarsi accedendo a quella che abbiamo visto essere stata la ricostruzione adottata dalla dottrina mag-

---

<sup>222</sup> Cfr., fra molti, O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 334, il quale pur rilevando come la soluzione non sia esente da critiche, afferma la natura "chiaramente inderogabile" della norma, concludendo nel senso che «l'unico modo per perseguire l'interesse della maggioranza al sacrificio del diritto d'opzione [è] quello di rinunciare ad utilizzare la società a responsabilità limitata e di costituire una società per azioni»; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1545. Nel senso che, in assenza di clausola statutaria a ciò abilitante, la delibera di aumento che escluda l'opzione sia addirittura nulla v. Trib. Milano, 10 gennaio 2007, in *Società*, 2007, 1118 ss.

<sup>223</sup> *Contra* G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1546, secondo il quale il richiamo all'art. 2473 c.c. varrebbe comunque a ricomprendere anche questa causa di recesso tra quelle inderogabili di cui al primo comma della medesima norma.

<sup>224</sup> V. gli Autori citati *infra* alla nt. 227.

gioritaria circa la forza espansiva del principio di rilevanza centrale del socio posto dalla legge delega della riforma del 2003, tale da indurre a qualificare *tout court* come inderogabili tutte le singole norme che ne sono espressione. Tale conclusione, di là del fatto che probabilmente non era già di per sé totalmente convincente in passato, ha perso la sua forza persuasiva a seguito delle riforme del 2012-2017, che hanno fatto venir meno la centralità dell'archetipo s.r.l. quale società a forte rilevanza delle persone dei soci. Nell'ottica di una società che deve potersi finanziare anche attraverso il ricorso al *venture capital*, nel caso di aumento di capitale offerto a terzi l'attribuzione del recesso al socio dissenziente equivale all'attribuzione di un diritto di veto capace di impedire il ricorso della società a nuovi *round* di finanziamento volti a far entrare nuovi fondi di *venture capital*. Ciò può benissimo porsi in contrasto con gli interessi che hanno, in fase di negoziazione iniziale, tutti i soci: l'attribuzione di un diritto di *exit* non negoziabile in caso di dissenso opera, *ex ante*, come elemento di dissuasione a porre in essere l'operazione di finanziamento, in danno all'interesse al reperimento di risorse finanziarie esterne e alla massimizzazione del valore della *startup* di cui è portatore lo stesso socio che la norma imperativa intenderebbe proteggere<sup>225</sup>. Ciò implica, inoltre, la sostanziale irrealizzabilità dei meccanismi antidiluitivi escogitati dalla prassi negoziale per il caso in cui la società benefici di un nuovo *round* di finanziamento ma il valore delle promesse dei *founders* non si sia realizzato<sup>226</sup>.

In assenza di una rilettura adeguata dell'art. 2481-*bis*, c.c.<sup>227</sup>, che a pri-

---

<sup>225</sup> Siamo nell'ambito della teoria dell'*hold-up*, la quale predice che «in highly complex environments where the entrepreneur's human capital is particularly important, we should observe contracts — such as vesting provisions — that make it costlier for the entrepreneur to leave»: S.N. KAPLAN-P. STROMBERG, *Venture capitalists as economic principals*, in *NBER Reporter Online*, 2003, 23. L'attribuzione di un diritto irrinunciabile attribuisce, nel contesto discusso nel testo, un potere di *hold-up* ineliminabile.

<sup>226</sup> Per i dettagli riguardanti le clausole anti-diluzione v. *infra* § 15.2.

<sup>227</sup> Ad esempio, indagando la possibilità di una sua derogabilità in sede di costituzione della società, con il consenso (ovviamente) unanime dei soci fondatori, che si troverebbero a rinunciare preventivamente ad un diritto loro attribuito senza che sia toccato alcun interesse (generale o di terzi) tale da permettere una qualificazione come imperativa della norma attributiva di tale diritto. E v. al riguardo i rilievi di P. BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l.*, (nt. 54), 197 ss., il quale, in conseguenza dell'adozione di una più ampia cornice sistematica volta a valorizzare tutti i criteri direttivi imposti dalla legge delega (v. *supra* la nt. 54), ammette la derogabilità delle norme espressione della "centralità del socio" con il voto unanime, rilevando altresì (*ivi*, 230) che «il problema [della diversa disciplina statutaria rispetto a quella legale incentrata sulla rilevanza centrale] non si pone in sede di costituzione della società, ove il consenso unanime dei contraenti assicura una protezione adeguata degli interessi di ciascuno di loro», inquadran-

ma vista può sembrare “forzata”, ma che ad un esame più attento delle *rationes* economiche sottostanti un’operazione di *VC* pare in qualche modo indefettabile, può rimanere solo l’osservazione che la norma costituisce un impedimento materiale insuperabile alla possibilità per le s.r.l. *startup* di accedere a più *round* di finanziamento con la partecipazione di nuovi investitori e alla possibilità di offrire ai *venture capitalist* strumenti antidiluitivi in caso di andamento dello sviluppo del progetto in termini peggiori rispetto alle prospettazioni originarie dei *founders*. Tale impedimento colpisce, in una prospettiva *ex ante*, lo stesso interesse dei fondatori e del *team* che fa loro capo, perché disincentiva il finanziamento dell’impresa e quindi il suo sviluppo.

### 15.2. *Le clausole antidiluzione del venture capital financing in Italia.*

Nell’ipotesi di aumento del capitale un conflitto tra il rispetto del principio di proporzionalità in senso forte imposto dalla riforma del 2003 e l’esigenza di permettere una libera contrattazione tra *founders* e finanziatori può peraltro emergere qualora si consideri la possibilità di recepimento da parte dell’autonomia statutaria, o più spesso parasociale, di quelle *anti-dilution clauses* così diffuse nell’esperienza statunitense<sup>228</sup>, che invero rimette all’autonomia statutaria la possibilità di prevedere un diritto di opzione dei soci<sup>229</sup>, e usualmente

---

do (*ivi*, 258) tale fenomeno nell’istituto della rinuncia preventiva ad un diritto. Peraltro, potrebbe valorizzarsi a tal fine quel diffuso orientamento dottrinale secondo il quale sarebbe possibile, pure in assenza di apposita clausola dell’atto costitutivo, deliberare all’unanimità di offrire l’aumento a terzi, con il che evidentemente non spettando ad alcuno (per assenza di soci assenti, dissenzienti o astenuti) il diritto di recesso attribuito dall’art. 2481-bis c.c.: cfr. L. BENATTI, sub art. 2481-bis, (nt. 221), 706 ss., in part. 726; G. DE MARCHI-A. SANTUS-L. STUCCHI, sub art. 2481-bis, (nt. 45), 1188; M. NOTARI, *Il diritto di opzione e la sua esclusione*, (nt. 156), 918; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1532 e nt. 9 per ulteriori riferimenti. *Contra* R. CIMMINO, *L’esclusione del diritto di sottoscrizione nella s.r.l. tra autonomia statutaria e modello legale*, in *Notariato*, 2013, 318 ss., in part. 322, ove ulteriori riferimenti, facendo leva sull’argomento, invero alquanto debole, che ammettendo tale possibilità si eluderebbe la necessità che sia l’atto costitutivo a stabilire la possibilità di offrire le quote di nuova emissione a terzi.

<sup>228</sup> Sulle clausole *anti-dilution* che normalmente predispongono i *VC*, v. C. S. BRADFORD, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2012, 106 ss. Per la dottrina italiana L. SALVATORE, *Le start-up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*, in *Le operazioni di finanziamento*. Opera ideata e diretta da Francesco Galgano, proseguita e curata da E. Panzarini con A.A. Dolmetta, S. Patriarca, Bologna, Zanichelli, 2016, 1549 ss.

<sup>229</sup> Cfr. il § 6.30(a) del *Model Business Corporation Act*, il § 102(b)3 del *Delaware General Corporation Law* e il § 1106 del *Corporations Code* californiano. Peraltro, tale autonomia

previste nei *model documents* preparati dalla *National Venture Capital Association (NVCA)*. Con tali clausole le parti affrontano il problema della diluizione conseguente a un eventuale aumento di capitale in modo alquanto differente rispetto al diritto d'opzione di matrice europea. Il diritto d'opzione, infatti, consente semplicemente di mantenere inalterata la quota di partecipazione detenuta ante-aumento a fronte dell'esborso di ulteriore denaro. La *anti-dilution clause*, invece, è uno strumento che in caso di aumento del capitale distribuisce in modo non proporzionale tra i soci preesistenti la perdita di peso amministrativo (diluizione nominale) e di valore della partecipazione (diluizione sostanziale). Con essa, infatti, il socio beneficiario (usualmente il finanziatore *VC*) non subisce alcun pregiudizio a tutto svantaggio del socio non beneficiario (usualmente il *founder*).

Per meglio comprendere la questione è però necessario distinguere tra i concetti di diluizione nominale, che si ha quando a seguito di un aumento del capitale si riduce la percentuale complessiva del capitale detenuta da un socio, e diluizione sostanziale, che si ha quando l'aumento avviene a un prezzo inferiore a quello attuale di mercato, così venendo a diminuire il valore complessivo di tutte le azioni e, quindi, anche delle singole partecipazioni dei soci preesistenti. Entrambi i fenomeni hanno rilievo nella s.r.l. e, anzi, quello della diluizione sostanziale assume caratteristiche sue proprie, dato che l'esclusione del diritto di opzione non comporta, come nella s.p.a., l'obbligatorietà del sovrapprezzo<sup>230</sup>. Come vedremo subito, le clausole anti-dilutive possono proteggere sia dal primo sia dal secondo tipo di diluizione<sup>231</sup>.

Un primo tipo di clausola che salvaguardia massimamente la posizione del beneficiario è quella definita "*full ratchet*" (*i.e.*, letteralmente, di "incremento pieno"). In base ad essa, e semplificando al massimo un meccanismo abbastanza complesso, il beneficiario ottiene, gratuitamente, il numero di azioni necessario a mantenere inalterato sia il valore del proprio investimento (equivalenza sostanziale) sia la propria quota di partecipazione (equivalenza nomi-

---

è sporadicamente utilizzata, come già segnalato da A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie*, (nt. 198), 158-160, ove bibliografia sul punto.

<sup>230</sup> Cfr. Trib. Novara, 21 gennaio 2010, in *Società*, 2010, 644 ss. Opinione assolutamente prevalente in dottrina: v., sul punto, G. GIANNELLI, *Le operazioni sul capitale*, (nt. 162), 1585 ss. *Contra*, nel senso della obbligatorietà, M. CETRA, *Le operazioni sul capitale*, (nt. 219), 819, ove in nota ulteriori riferimenti.

<sup>231</sup> Potendosi peraltro immaginare altre clausole, strutturate come *covenant* negativi, che impongano alla società emittente – o agli altri soci di essa, se contenute in un patto parasociale – di non emettere nuove quote (o titoli convertibili in quote) ad un prezzo inferiore a quello di mercato, se registrabile, o a quello ricavabile da una formula specificamente indicata.

nale), a tutto detrimento del socio o dei soci non beneficiari, che vedono corrispondentemente ridotto il valore del proprio investimento e la quota di capitale detenuta<sup>232</sup>. È inoltre interessante porre in luce che secondo la giurisprudenza statunitense l'unico rimedio a disposizione del socio non beneficiario che in specifiche circostanze ritenga di aver ricevuto un danno ingiusto dall'operare della clausola è l'invocare la violazione da parte del socio benefi-

---

<sup>232</sup> Il tenore della clausola predisposta dalla *NVCA* è il seguente: «In the event that the Company issues additional securities at a purchase price less than the current Series A Preferred conversion price, such conversion price shall be adjusted in accordance with the following formula: Full-ratchet – the conversion price will be reduced to the price at which the new shares are issued». Per comprendere l'estrema diluizione che subisce il socio non beneficiario della clausola è utile prendere a riferimento un semplice esempio numerico. Si ipotizzi una s.r.l. con capitale sociale di 10.000 euro, partecipata (proporzionalmente rispetto al capitale sottoscritto) per 4.000 euro dal socio A e per 6.000 euro dal socio B e il cui statuto preveda una clausola *full ratchet* a beneficio del socio A. A fronte di tali partecipazioni il socio A ha apportato 400.000 euro (4.000 a titolo di conferimento e 396.000 a titolo di sopra-prezzo) e il socio B ha apportato 600.000 euro (6.000 a titolo di conferimento e 594.000 a titolo di sopra-prezzo). Il valore della società è quindi pari a 1.000.000 euro e i valori delle due partecipazioni sono di 400.000 euro per il socio A, che detiene il 40% del capitale sociale, e di 600.000 euro per il socio B, che detiene il 60% del capitale sociale. L'attività non dà i risultati sperati e, in un successivo *round* di finanziamento, la società riesce a trovare soltanto C, disposto a investire un importo di 500.000 euro, ma in cambio del 50% del capitale sociale post-aumento. L'aumento di capitale, quindi, dovrà essere di 10.000 euro, ad un prezzo di 500.00 euro (di cui 10.000 a titolo di capitale e 490.000 a titolo di sopra-prezzo).

In assenza di una clausola anti-diluizione, tale aumento comporterebbe la seguente distribuzione: il socio A avrebbe una quota di 4.000 euro, pari al 20% del capitale sociale (in luogo del 40% di quanto deteneva prima dell'aumento) e del valore di 200.000 euro (essendo il valore dell'emittente dopo l'aumento pari a 1.000.000, di cui il 50% è detenuto dal nuovo socio C); il socio B, invece, avrebbe una quota di 6.000 euro, pari al 30% del capitale sociale (in luogo del 60% ante-aumento), del valore di 300.000 euro. Il meccanismo della *full ratchet*, invece, assicura ad A che, in ogni caso e a qualsiasi prezzo venga effettuato un successivo aumento di capitale, gli sarà sempre garantito un valore di 400.000 euro e una quota di capitale pari al 40%. D'altro canto, il socio C si è detto disposto ad acquisire il 50% della società al prezzo di 500.000 euro.

La *full ratchet*, però, impone che anche a seguito dell'aumento, qualsiasi sia il prezzo di sottoscrizione, il socio A mantenga sia una quota di capitale nominale pari al 40% sia un valore dell'investimento di 400.000 euro. Ne consegue che l'aumento nominale del capitale sociale dovrà essere pari a nominali 50.000 euro, portando il capitale a 60.000 euro. Essa, inoltre non può che penalizzare il socio B che, all'esito, si troverà ad ottenere una quota di 6.000 euro nominali, pari al 10% del capitale sociale, con un valore di 100.000 euro. Il socio A, invece, riceverà, oltre alla sua quota di 4.000 euro nominali, quote per ulteriori euro 20.000, così detenendo una quota di 24.000 euro e, quindi conservando sia il 40% del capitale sociale sia il valore di 400.000 euro (su un 1.000.000 di valore complessivo). Il socio C, infine, riceverà una quota di 30.000 euro, pari al 50% del capitale sociale, per un valore di 500.000 euro.

ciario dei doveri fiduciari, peraltro interpretati molto restrittivamente<sup>233</sup>.

Un'altra clausola, definita *weighted average anti dilution clause*, si basa sul concetto di media ponderata e attribuisce ai beneficiari l'attribuzione (gratuita) di nuove quote non (come per la *full ratchet clause*) in base al prezzo di emissione delle nuove quote, ma in base ad un prezzo determinato come media ponderata tra l'effettivo ammontare di risorse raccolte con il nuovo aumento rispetto a quelle raccolte precedentemente all'aumento<sup>234</sup>. La clausola può poi essere *broad-based*, quando prende in considerazione, per determinare la media, tutte le azioni precedentemente emesse (ordinarie e privilegiate), oltre che i titoli convertibili. Una clausola *narrow-based*, invece, è ancor più protettiva perché calcola la media ponderata sulla base di una sola categoria di azioni. Anche per tale clausola si pone l'alternativa tra introduzione all'unanimità come diritto particolare di un socio o a maggioranza nell'ambito di una categoria speciale di quote di nuova emissione.

La teorica utilizzabilità nel diritto italiano, e in particolare in quello delle s.r.l., di tali clausole dipende dalle soluzioni che si adottano con riferimento alle seguenti problematiche: *i*) estensione del divieto di patto leonino; *ii*) eventuali limiti entro cui è possibile procedere, *ex art.* 2468, secondo comma, c.c.,

---

<sup>233</sup> Per un caso applicativo di una clausola del genere v. *Amazon.com, Inc. v. Hoffman, et al.*, C.A. No. 22390-VCN (*Del. Ch.* June 30, 2009), nel quale l'attore (Amazon) deteneva una certa percentuale di titoli garantiti da una *anti-dilution clause* che prevedeva l'automatico aggiustamento del rapporto di conversione nell'ipotesi in cui l'emittente emettesse nuove azioni ad un prezzo inferiore. Nel caso di specie, l'emittente aveva effettuato un aumento di capitale ad un prezzo di pochissimo superiore al rapporto di conversione e, conseguentemente, l'attore aveva agito per violazione dei doveri di correttezza e buona fede. La *Court of Chancery* del *Delaware* ha rigettato la domanda; v. anche, sempre in tema di *anti-dilution clauses* e doveri di correttezza e buona fede, *Robotti & Co., LLC v. Liddell*, C.A. No. 3128-VCN (*Del. Ch.* 2010); *Brio Capital L.P. v. Sanswire Corp.*, 650830/2011, NY Slip OP 52432[U] (*N.Y. Sup. Ct.*, 2011).

<sup>234</sup> Secondo la formula  $O2=O1 \times (A+B)/(A+C)$ . Dove: O2 è il prezzo di opzione garantito dalla clausola; O1 è il prezzo di sottoscrizione delle azioni detenute dal beneficiario; A è il valore complessivo delle azioni emesse prima dell'aumento; B è il valore complessivo delle risorse raccolte grazie all'aumento; C è il numero totale di azioni di nuova emissione. L'applicazione pratica di tale formula comporta, per riprendere l'esempio fatto alla nt. 232, la seguente situazione: l'aumento di capitale dovrà essere di nominali 13.636,36, per complessivi euro 23.636,36; il socio C deterrà una quota di 11.818,18, pari al 50% del capitale sociale e con un valore di 500.000 euro; il socio A, solo parzialmente protetto dalla diluizione, deterrà una partecipazione di 5.818,18, pari al 24,62 % del capitale (in luogo del 40% iniziale) e per un valore di 246.154 (in luogo di 400.000 iniziali); il socio B vede molto diluita (ma comunque meno che nell'esempio precedente) la sua partecipazione di nominali 6.000 euro al 25,38% del capitale (in luogo del 60% iniziale) per un valore di 253.846 (in luogo di 600.000 iniziali).

ad un'assegnazione non proporzionale di quote in sede di aumento di capitale, sino a ricomprende il caso della c.d. "sproporzione estrema"; *iii*) necessità di rispettare la regola della necessaria equivalenza tra conferimenti e ammontare globale del capitale sociale posta dall'art. 2464 c.c.; *iv*) introducibilità dei diritti garantiti dalle clausole anti-dilutive quali diritti particolari del socio o quali diritti di una categoria di quote. Da un punto di vista pratico, infine, la effettiva utilità delle clausole anti-dilutive dipende dalla posizione circa la inderogabilità o meno del diritto di recesso attribuito dall'art. 2481-*bis* c.c. in caso di esclusione del diritto di opzione<sup>235</sup>.

Con riferimento al divieto di patto leonino non riteniamo che esso sia violato né dalla clausola *full ratchet* né, tantomeno, da quella (sicuramente meno svantaggiosa per il socio non beneficiario) *weighted average*. Se, infatti, è innegabile che con esse il VC trasferisce – integralmente nel caso della *full ratchet*, in gran parte nel caso della *weighted average* – a carico dei soci "imprenditori" il rischio di diminuzione del valore dell'impresa successivamente al round di finanziamento che lo ha coinvolto<sup>236</sup>, è anche vero che tale diminuzione di valore è normalmente imputabile all'attività dei soci *founder*, che conservano la gestione dell'impresa; inoltre, come si avrà modo di constatare, il problema risulta oggi ridimensionato alla luce della più recente giurisprudenza di legittimità, che ha notevolmente ristretto l'ambito di operatività di tale divieto<sup>237</sup>.

L'attuabilità di siffatte clausole sarebbe inoltre possibile solo mediante un'assegnazione non proporzionale *ex art.* 2468, secondo comma, c.c. delle quote emesse con l'aumento di capitale a vantaggio del socio o dei soci beneficiari, i quali, pertanto, si trovano a sottoscrivere nuove quote senza però conferire alcunché, giacché la quota di loro spettanza è a carico degli altri soci non beneficiari e/o dei nuovi soci entranti. Non si tratterebbe, quindi, di un aumento gratuito, ipotesi per la quale l'art. 2481-*ter* c.c., norma evidentemente modellata sul principio della rilevanza centrale del socio "imprenditore", impone un'attribuzione proporzionale delle quote<sup>238</sup>. La praticabilità di siffatti

---

<sup>235</sup> Su cui v. *supra* il § 15.1.

<sup>236</sup> Cfr. L. SALVATORE, *Le start up innovative*, (nt. 228), 1551 nt. 93, che propende per l'invalidità della sola *full ratchet clause*.

<sup>237</sup> V. *infra* il § 15.6.

<sup>238</sup> E v. comunque, per la possibilità di una delibera di aumento gratuito non proporzionale, ma a condizione che vi sia «il voto favorevole di tutti i soci ai quali vengono assegnate partecipazioni non proporzionali alle quote già possedute» CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 159, *Deliberazione di aumento gratuito non proporzionale nella s.r.l.* e la dottrina citata nella nota bibliografica.

aumenti non proporzionali è però fattibile a condizione che si acceda a quella tesi secondo cui la non proporzionalità concessa dall'art. 2468 c.c. contempla anche il caso estremo della assegnazione in assenza di conferimenti<sup>239</sup>. Peraltro, la tesi opposta, che ricava un limite (imperativo) implicito alla assegnazione non proporzionale “gratuita” dalla nozione stessa di società dettata dall'art. 2247 c.c.<sup>240</sup>, costituisce, a nostro giudizio, un esempio paradigmatico di creazione dottrinale di norma imperativa in contrasto con le indicazioni del legislatore (cioè, quantomeno a valle delle riforme 2012-2017, valorizzazione della libera contrattazione tra *founders* e investitori).

Unico limite che appare insuperabile è quello della necessaria equivalenza tra ammontare totale dei conferimenti e capitale sociale posto dall'art. 2464 c.c. Detto limite, però, come già visto<sup>241</sup>, non pone particolari problemi nell'ipotesi – prevalente nella prassi – di capitale sociale pari al minimo legale, in cui la “copertura” del valore nominale delle quote attribuite al socio beneficiario della clausola è agevolmente attuabile imputando alla loro copertura l'importo, di gran lunga maggiore in valore assoluto, dell'apporto del nuovo socio<sup>242</sup>.

I diritti attribuiti da tali clausole, inoltre, possono essere attribuiti sia come “diritti particolari” ex art. 2468, terzo comma, c.c., con conseguente necessità di delibera unanime per la loro introduzione e modificazione, sia come diritti di una categoria speciale di quote, con conseguente loro trasferibilità.<sup>243</sup>

---

<sup>239</sup> In tal senso CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 186, *Clausole statutarie anti-diluzione*, e la dottrina sul punto citata nella nota bibliografica.

<sup>240</sup> Da ultimo, A. VALZER, sub art. 2346, commi 4 e 5, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), M. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-U. TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni*, (nt. 205), 472 ss., in part. 476 ss., ove ulteriori riferimenti bibliografici. V. inoltre la completa rassegna compiuta sul punto da N. DE LUCA, *Il socio “leone”*, (nt. 268), nt. 11.

<sup>241</sup> V. *supra* il § 14.2.

<sup>242</sup> Riprendendo, per chiarezza, l'esempio formulato alla nt. 232, ciò significa che a fronte di un apporto di 500.000 euro da parte del socio C, esso sarà imputato per 50.000 euro a capitale (di cui 20.000 non proporzionalmente quali quote attribuite a favore del socio A, in modo tale da mantenere inalterata la sua quota di partecipazione e il valore dell'investimento ed euro 30.000 a favore del socio C).

<sup>243</sup> Le clausole, se attuate mediante aumento di capitale gratuito non proporzionale, si porrebbero in contrasto con l'art. 2481-ter, secondo comma, c.c., che impone la necessaria proporzionalità di tale operazione, la cui imperatività è però discussa. Cfr., nel senso della sua derogabilità statutaria solo tramite l'introduzione (all'unanimità) di diritti particolari, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 155, *Diritto all'aumento gratuito più che proporzionale nelle s.r.l.* Nell'ipotesi, invece, di opzione per l'incorporazione del contenuto della clausola nei diritti attribuiti a una categoria di quote, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 159, (nt.

Resta, evidentemente, il problema posto dall'art. 2481-*bis*, primo comma, c.c. L'estrema diluizione subita dal socio non beneficiario della clausola potrebbe facilmente indurlo, qualora come è prassi l'aumento fosse effettuato con l'offerta a terzi, ad invocare la spettanza del diritto di recesso ex art. 2481-*bis* c.c.<sup>244</sup>, con il che vanificando totalmente la possibilità di funzionamento del meccanismo antidiluitivo. Per questo è fondamentale riconoscere la possibilità di eliminare il diritto di recesso del socio, considerandolo derogabile o quanto meno rinunciabile in sede di costituzione della società<sup>245</sup>.

### 15.3. *L'emissione di categorie di quote.*

L'art. 26, secondo comma, d.l. 179/2012 consente l'emissione di categorie di quote ma nei «limiti imposti dalla legge». Occorre allora interrogarsi su quali siano questi limiti e, in particolare, se essi debbano essere individuati esclusivamente nel sistema delle s.r.l. o anche in quello della s.p.a.

### 15.4. *Segue: gli eventuali limiti "interni" alla disciplina delle s.r.l.*

Un primo insieme di questioni si riferisce alla possibilità di considerare quali limiti all'autonomia statutaria alcune norme codicistiche della s.r.l., non espressamente derivate dalle riforme del 2012-2017. Il codice civile sul punto è comprensibilmente muto, presupponendo a livello tipologico una s.r.l. chiusa, in cui la creazione delle categorie era, se non esclusa, quantomeno stravagante rispetto all'impianto concettuale originario<sup>246</sup>. I limiti sono perciò stati

---

238), richiede il consenso di tutti i soci cui non venga attribuita una partecipazione proporzionale a quella già posseduta.

<sup>244</sup> Magari a valori di mercato (v. *infra* il § 15.7).

<sup>245</sup> V. *supra* quanto osservato alla nt. 227.

<sup>246</sup> Sul dibattito in merito all'ammissibilità delle "categorie di quote" nella s.r.l. "ordinaria", per la posizione negativa, facendo leva sul divieto di emissione di titoli azionari posto dall'art. 2468, primo comma, c.c., inteso anche nel senso di divieto di oggettivizzare la partecipazione in s.r.l. in *quanta* di uguale valore, oltre che valorizzando il testo della relazione accompagnatoria al decreto di riforma, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 521 e nt. 32; in senso affermativo v. invece la monografia di A. BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, Giuffrè, 2009, in part. 185 ss.; già in senso possibilista, O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 139 ss.; A. DACCÒ, *I diritti particolari del socio nelle s.r.l.*, in *Il nuovo diritto della società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, 3, Torino, UTET, 2007, 395 ss.; M. NOTARI, *Diritti "particolari" dei soci e catego-*

cercati in pretesi elementi caratterizzanti il tipo s.r.l., secondo un approccio che abbiamo già detto non condividere<sup>247</sup>.

In primo luogo, si è sostenuta la irrinunciabile presenza nella “nuova s.r.l.” di soci forniti di tutti i diritti che il codice civile prevede per il socio di s.r.l., giacché, in assenza di altri organi, altrimenti si avrebbe una società priva di soci dotati di poteri di controllo tali da assicurarne un corretto andamento<sup>248</sup>. La maggioranza delle posizioni si esprime pertanto nel senso della inderogabilità delle norme codicistiche<sup>249</sup> e, in particolare: di quella sull’avocabilità delle decisioni gestorie da parte dei soci (art. 2479, primo comma)<sup>250</sup>; di quella sulla competenza inderogabile dei soci a decidere il compimento di «operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell’oggetto sociale» o «una rilevante modificazione dei diritti dei soci» (art. 2479, secondo comma, n. 5); di quella sulla legittimazione individuale del socio ad esperire l’azione di responsabilità sociale (art. 2476, secondo comma); di quella sulla necessaria proporzione tra quote e diritti di voto (art. 2479, quinto comma); di quella sulla postergazione dei finanziamenti soci (art. 2467); di quella sulle cause inderogabili di recesso (art. 2473)<sup>251</sup>; di quella che attribuisce il diritto di recesso in caso di esclusione del diritto di opzione (art. 2481-*bis*). Gli unici dubbi sono stati sollevati con riferimento al penetrante diritto di ispezione e controllo riconosciuto ad ogni socio dall’art. 2476, secondo comma, che potrebbe ridursi al diritto garantito dall’art. 2422 c.c. ai soci di s.p.a. di prendere visione del libro soci e del libro delle assemblee<sup>252</sup>.

---

rie “speciali” di partecipazioni, in *AGE*, 2003, 325 ss.; A. TRICOLI, *Sull’ammissibilità di quote di s.r.l. dotate di particolari diritti*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 1029 ss.

<sup>247</sup> V. *supra* nt. 184 e testo corrispondente.

<sup>248</sup> Cfr. P. BENAZZO, *Start up*, (nt. 92), 485; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, (nt. 8), 838 e 843.

<sup>249</sup> V. M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, (nt. 8), 834 ss.

<sup>250</sup> V., però, P. BENAZZO, *Categorie di quote*, (nt. 56), 1477, nel senso che, analogamente a quanto previsto per la s.p.a. dall’art. 2367 c.c., «anche nella s.r.l.-PMI aperta possa sopravvivere (non già il potere dei soci di decidere, anche in assenza di una competenza legalmente o statutariamente assegnata loro, su qualsiasi materia in linea di principio di competenza degli amministratori, bensì) soltanto un diritto collettivo ad attivare il procedimento decisionale nelle sole materie già riservate ai soci, appunto, per legge o per statuto».

<sup>251</sup> Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 173, *Contenuto dei diritti diversi delle categorie di quote di s.r.l. PMI*. La rinunciabilità (c.d. *waiver*) del diritto di *appraisal* è invece oramai ammessa dalla giurisprudenza statunitense: in tal senso, *Manti Holdings, LLC et al. v. Authentix Acquisition Co.*, Civil Action No. 2017-0887-SG (*Del. Ch.* October 1, 2018), su cui v. C.A. NIGRO, *Venture capital-backed firms*, (nt. 131), 222 ss.

<sup>252</sup> V. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 176, *Categorie di quote con limitazione dei*

La soluzione non ci convince. Asserire la necessaria presenza di soci dotati di tutti i diritti loro attribuiti dalla riforma del 2003 si risolve nell'affermare, sulla base di considerazioni di politica del diritto che abbiamo dimostrato essere oramai state del tutto superate<sup>253</sup>, la permanente vigenza di un fenomeno non più centrale, quello della s.r.l. partecipata esclusivamente da soci interessati alla gestione e forniti di penetranti poteri di controllo volti a preservare il loro peso reciproco. Al contrario, la s.r.l. uscita dalle riforme del 2012-2017 può anche essere, come si è visto, una s.r.l. finanziata sul mercato o, ed è a nostro giudizio il caso più rilevante, una s.r.l. *VC-backed*, in cui riveste cruciale importanza l'ampio spazio riservato alla negoziazione tra *founders* e investitori privati. Nelle imprese *VC-backed*, inoltre, la sovrapposizione di ruoli tra soci originari e finanziatori è la regola<sup>254</sup>, sicché sarebbe del tutto illogico applicare a tali mutevoli situazioni norme eccessivamente rigide e limitanti l'autonomia di contrattazione tra le parti. Da ciò riteniamo che non sia più possibile affermare l'imperatività di tutte quelle norme dettate dal legislatore del 2003 presupponendo l'unicità e centralità di un fenomeno non più attuale.

In secondo luogo, in caso di società preesistente che avesse attribuito diritti particolari ad alcuni soci si pone il problema, da risolvere in senso negativo, se la modifica statutaria volta a consentire l'emissione di categorie di quote debba essere adottata all'unanimità in quanto equivalente a modifica dei diritti individuali. Del pari, nel caso in cui tali diritti particolari non siano stati attribuiti, si discute se sia sufficiente, come invero appare preferibile, l'approvazione della maggioranza del capitale sociale<sup>255</sup> o, invece, in alcuni casi, il consenso unanime dei soci<sup>256</sup>; resterebbe poi il dubbio della spettanza del diritto di re-

---

*diritti di controllo nelle s.r.l. PMI*; CONSIGLIO NOTARILE DI FIRENZE, massima n. 63, *PMI innovative*. V. però N. ABRIANI, *La struttura finanziaria*, (nt. 178), 518, che distingue tra l'ipotesi di presenza di collegio sindacale (in cui il limite minimo sarebbe costituito dal contenuto dell'art. 2422 c.c.) da quella in cui esso non sia previsto (in cui il diritto di controllo non potrebbe essere compreso oltre quello spettante all'accomandante di s.a.s. ai sensi dell'art. 2320, u.c., c.c.); per la derogabilità dell'art. 2476, secondo comma, c.c. in presenza di collegio sindacale, si esprime a ben vedere anche M. CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata*, (nt. 99), 26.

<sup>253</sup> V. *supra* il § 12.

<sup>254</sup> Cfr. E. POLLMAN, *Startup governance*, (nt. 4), 1.

<sup>255</sup> Cfr. L. SALVATORE, *Le start-up innovative*, (nt. 228), 1513 ss., in part. 1534 ss. Nel senso che le maggioranze ordinarie si applicheranno solo nel caso di «rispetto del principio di parità di trattamento» (*i.e.*, nel caso di rispetto delle reciproche proporzioni tra i soci preesistenti), CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 172, *Modalità e condizioni di emissione di categorie di quote di s.r.l. PMI*.

<sup>256</sup> CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 172, (nt. 255), che richiede l'unanimità nelle ipotesi di mancato rispetto del principio di parità di trattamento, ossia nei casi di: aumen-

cesso nell'ipotesi in cui l'aumento si ritenga comporti una «rilevante modificazione» di preesistenti diritti particolari ex art. 2468, quarto comma, c.c. (art. 2473, primo comma, c.c.)<sup>257</sup>.

A nostro giudizio la preesistenza di diritti particolari dei soci, tutelati in modo inequivoco dalla possibilità di una loro modifica solo unanime, indubbiamente costituisce un ostacolo all'introduzione di categorie di quote; ciò soprattutto là dove si accolga una nozione elastica, comprendente anche le modificazioni "indirette", di modifica del diritto individuale legittimante il recesso ex art. 2473 c.c. e bisognosa di approvazione unanime ex art. 2468 c.c.<sup>258</sup>. Per quanto concerne l'esperienza VC, però, il problema dovrebbe essere di secondario momento, dato che è estremamente difficile che un investitore professionale accetti di finanziare un'impresa nella fase di *startup* in cui i soci *founders* abbiano diritti particolari immutabili a maggioranza; anzi, la logica dell'investitore VC dovrebbe essere quella di subordinare il proprio intervento all'attribuzione per sé, e solo per sé, di tali diritti "particolari".

### 15.5. Segue: la non applicabilità analogica dei limiti della s.p.a.

Un secondo gruppo di questioni, invece, concerne l'applicabilità analogica della disciplina della s.p.a. Alcuni autori, infatti, fautori di una avvenuta assimilazione tipologica della s.r.l. P.M.I. alla s.p.a., sostengono che i limiti di cui discorre l'art. 26 dovrebbero essere derivati analogicamente, in assenza di indicazioni da parte del codice civile nell'ambito delle s.r.l., dalla disciplina generale (divieto di patto leonino fra tutti) e, soprattutto, da quella in tema di s.p.a.<sup>259</sup>. Ne conseguirebbe che: tutte le quote appartenenti a una medesima

---

to di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione; conversione obbligatoria non proporzionale di partecipazioni già esistenti; conversione facoltativa offerta solo ad alcuni soci o, comunque, non in proporzione alle partecipazioni detenute.

<sup>257</sup> CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 172, (nt. 255).

<sup>258</sup> Così M. MALTONI-P. SPADA, *L'impresa start up*, (nt. 178), 1125. Sulla distinzione tra modificazioni dirette e indirette, seppur nel diverso contesto degli artt. 2376 e 2415 c.c., sia consentito il richiamo a A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie*, (nt. 198), 80 ss.

<sup>259</sup> Cfr. M. MALTONI-P. SPADA, *L'impresa start up*, (nt. 178), 1127 i quali affermano (seppur in tono dubitativo) che il limite dell'art. 2351, secondo comma, c.c. potrebbe non applicarsi nel caso in cui la s.r.l. *startup* non presenti una struttura corporativa che, ragionando a contrario, sarebbe applicabile qualora (e si tratterebbe della pressoché totalità dei casi) sussistesse un'organizzazione corporativa.; P. BENAZZO, *Start up*, (nt. 92), 479; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, (nt. 8), 850 ss.; O. CAGNASSO, *Il socio*, (nt. 178), 915 ss.; E. FREGONARA, *L'equity based crowdfunding*, (nt. 174), 2296.

categoria dovrebbero attribuire i medesimi diritti (art. 2348, terzo comma)<sup>260</sup>; in caso di quote con voto multiplo, ogni quota (e, si badi bene, non ogni azione) potrebbe attribuire non più di tre voti (art. 2351, quarto comma)<sup>261</sup>; l'ammontare massimo di quote con diritto di voto escluso o limitato non potrebbe eccedere la metà del capitale sociale (art. 2351, secondo comma)<sup>262</sup>.

Analogamente, il silenzio della legge in merito alle procedure da seguire per la modificazione dei diritti attribuiti alle categorie induce molti autori a sostenere l'applicazione analogica dell'art. 2376 in tema di assemblee speciali delle s.p.a.<sup>263</sup>, escludendosi l'applicazione della disposizione dell'art. 2468 c.c. in tema di modificazione dei diritti particolari dei soci.

Tali soluzioni, come tutte le altre che importano nella s.r.l. regole imperative della s.p.a. non espressamente richiamate in ragione di una affinità tipologica, non convincono<sup>264</sup>. Al contrario, riteniamo che il silenzio del legislatore sul punto non debba essere interpretato come restrizione dell'autonomia statutaria. In tal modo riduciamo al minimo indispensabile il perimetro dei "limiti" cui fa riferimento l'art. 26, secondo comma, coincidenti con il divieto di patto leonino, nei ristretti confini in cui si ritenga sussistere<sup>265</sup>, oltre che con il diritto d'opzione in caso di ricostituzione del capitale eroso dalle

---

<sup>260</sup> Ma v. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 171, *Nozione di categorie di quote di s.r.l. PMI*, nel senso della possibilità di creare quote «di misura variabile e divisibile, al pari delle partecipazioni "individuali" secondo il regime legale ordinario delle s.r.l.».

<sup>261</sup> Così P. BENAZZO, *Categorie di quote*, (nt. 56), 1470. Però, in senso contrario, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 174 *Categorie di quote a voto ridotto o maggiorato nelle s.r.l. PMI*, secondo il quale «l'estensione alle s.r.l. PMI delle norme dettate in materia di s.p.a., che comportino limiti all'autonomia statutaria appare necessaria solo nei casi in cui esse siano dettate a presidio del capitale sociale, a tutela dei terzi e dei creditori, di interessi insomma che trascendano quello dei soci».

<sup>262</sup> M. MALTONI-P. SPADA, *L'impresa start up*, (nt. 178), 594. V. invece in senso contrario, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 174, (nt. 261).

<sup>263</sup> Cfr. N. ABRIANI, *La struttura finanziaria*, (nt. 178), 514; P. BENAZZO, *Start-up*, (nt. 92), 488; ID., *Categorie di quote*, cit., 1468; M. MALTONI-P. SPADA, *L'impresa start up*, (nt. 178), 1128; M. NOTARI, *Diritti "particolari"*, (nt. 246), 335; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 177, *Assemblee speciali dei titolari di categorie di quote di s.r.l. PMI*, che, però, ammette l'esercizio dell'autonomia statutaria nella fissazione dei *quorum* deliberativi (sino all'unanimità) dell'assemblea speciale, oltre che, sulla scia di altri orientamenti già espressi sul punto, la possibilità di esprimere l'assenso in seno all'assemblea generale senza necessità di tenere un'assemblea formalmente separata.

<sup>264</sup> Analogamente, per l'inapplicabilità della disciplina in tema di voto plurimo, S. CORSO, *S.r.l.-PMI aperte*, (nt. 177), 892-893.

<sup>265</sup> V. *infra* quanto osservato al § 15.6.

perdite, espressamente qualificato come inderogabile dall'art. 2482-*quater* c.c.<sup>266</sup>.

### 15.6. *La non applicabilità del divieto del patto leonino.*

Ci si potrebbe chiedere se un ulteriore ostacolo alla recezione nell'ordinamento italiano dei tipici schemi contrattuali adottati dalle imprese *VC-backed* non possa essere dato dall'impostazione, non comune ad altri ordinamenti europei<sup>267</sup>, che vede nel divieto di patto leonino, espressamente statuito dall'art. 2265 c.c. per le sole società semplici, un principio generale del diritto societario, per ciò valido per tutti i tipi societari<sup>268</sup>. A nostro parere, la guadagnata flessibilità finanziaria della s.r.l. *startup* (e della s.r.l. PMI in genere) e le ragioni di politica economica della riforma impongono di riconsiderare l'applicazione del divieto di patto leonino alle società di capitali, che conoscono gradi di differenziazione delle posizioni dei soci che mal si conciliano con la possibile interferenza di un divieto di tal genere, divieto che rischia di creare intollerabili effetti distortivi e che non ha ragion d'essere in un ordinamento che consente la massima flessibilità nell'articolazione delle preferenze liquidatorie (in senso ampio)<sup>269</sup>. A

<sup>266</sup> Analogamente N. ABRIANI, *La struttura finanziaria*, (nt. 178), 514.

<sup>267</sup> È questo il caso della Germania: v. in dottrina J. EKKENGA, *Kommentar zu § 29*, in H. FLEISCHER– W. GOETTE (a cura di), *Münchener Kommentar*, (nt. 20), *Rdn.* 68; H. FLEISCHER, *Gewinn- und stimmrechtslose Personengesellschafts- und GmbH-Geschäftsanteile*, (nt. 74), 201 ss.; in giurisprudenza, *BGH*, 14.07.1954-II *ZR* 342/53. Allo stesso modo il diritto olandese della *besloten vennootschap* consente una esclusione contrattuale, totale o parziale, del diritto ai profitti di un socio.

<sup>268</sup> V., da ultimo, Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, 70 ss., con nota parzialmente critica di N. DE LUCA, *Il socio "leone". Il revirement della Cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*; in *Notariato*, 2018, 635 ss., con nota di E. MAZZOLETTI, *Ancora sulla validità della put option con prezzo a consuntivo. Per un'applicazione moderna del divieto di patto leonino*; in *Società*, 2019, 13 ss., con nota di A. BUSANI, *È valida l'opzione put utile ad attrarre capitale di rischio*; in *Giur. it.*, 2019, 366 ss., con nota di A. PETRUZZI, *Opzioni put & call, finanziamento partecipativo e divieto del patto leonino*; in *Giur. comm.*, 2019, II, 285 ss., con nota di M.L. PASSADOR, *Hic non sunt leones: la liceità dei patti parasociali di finanziamento partecipativo*, oltre che occasione dell'ampio saggio critico sul punto di M.S. SPOLIDORO, *Clausole put e divieto di società leonina*, in *Riv. soc.*, 2018, 1285 ss., il quale circoscrive l'applicazione del divieto alle sole società di persone, alle s.a.p.a., in caso di promesse di esonero delle perdite fatte dall'accomandatario, oltre che nelle s.r.l. ove vi siano soci d'opera.

<sup>269</sup> V., da ultimo, contro la tesi assolutamente dominante dell'applicazione generalizzata e senza eccezioni del divieto alle società di capitali, M.S. SPOLIDORO, *Clausole put*, (nt. 268),

prescindere da queste osservazioni, comunque, a nostro parere il divieto in questione non può comunque trovare applicazione nelle ipotesi, comuni nella prassi VC, di diversa allocazione dei risultati del rischio d'impresa tra il socio finanziatore e il socio imprenditore, a beneficio del primo<sup>270</sup>. Tali ipotesi e le relative clausole contrattuali, infatti, non comportano, come richiesto dalla giurisprudenza ai fini della configurabilità del divieto, una «totale [o assoluta] e costante»<sup>271</sup> esclusione dalle perdite del socio finanziatore, tale da impedire *ex ante*<sup>272</sup> ogni suddivisione tra i soci del risultato economico con rilievo reale verso l'ente societario, limitandosi a ripartire tale risultato in modo non proporzionale. Se l'impresa andasse male, infatti, il *venture capitalist* potrebbe perdere interamente il proprio apporto; e il fatto che in certe situazioni il finanziatore possa recuperare un valore equivalente a quello del proprio apporto grazie al gioco delle preferenze liquidatorie non equivale certo a realizzare, in prospettiva *ex ante* anziché *ex post*, la situazione colpita dal divieto.

---

1311 ss. e 1316 ss. per alcune ipotesi, residuali, di applicazione analogica della norma di cui all'art. 2265 c.c. Che il patto leonino non potesse applicarsi indistintamente alle società di capitali era in realtà già stato messo in dubbio, in commento a Cass., 30 maggio 1941 (in *Riv. dir. comm.*, 1942, II, 305 ss.), da A. GRAZIANI, *Patto leonino e contratto di garanzia*, in *Giur. comp. dir. comm.*, VI, 1941, 120 ss. (e poi in ID., *Studi di diritto civile e commerciale*, Napoli, Jovene, 1953, 487 ss.). Che la norma sul patto leonino costituisse una norma di carattere etico e, quindi, in contrasto con l'intero ordinamento positivo del diritto delle obbligazioni moderno era già stato messo in luce da A. SRAFFA, *Patto leonino e nullità del contratto sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, II, 956 ss., nota a App. Genova, 11 agosto 1914.

<sup>270</sup> Ci riferiamo, in particolare, alle clausole antidiluzione (su cui v. *supra* il § 15.2), alle clausole *put* a prezzo predefinito (su cui v. *infra* nel testo), alle *liquidation preferences* (su cui v. *infra* il § 15.7).

<sup>271</sup> Che «viene integrata quando il singolo socio venga per patto statutario escluso *in toto*» dagli utili o dalle perdite, o da entrambi: così, tra le tante, Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Giur. comm.*, 1995, II, 478 ss., con nota parzialmente adesiva di A. CIAFFI, *Finanza regionale e patto leonino*. Critico M. SPOLIDORO, *Clausole put*, (nt. 268), 1306 ss., che nota come tale precisazione non aiuti a meglio definire la fattispecie, rendendo il divieto di patto leonino non «un vero divieto, ma lo strumento per permettere al giudice di verificare se la causa della società resti pura o s'inquina con elementi che ne alterino la struttura e la funzione che, come ormai sappiamo, sarebbe quella di spingere i soci a comportamenti razionali, corretti e non avventati e tutto ciò con la prospettiva di un "qualche" guadagno (anche magrissimo) o dal timore di una perdita, non importa se impercettibile». In dottrina v. sul punto N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, Giuffrè, 1994, 55 ss.

<sup>272</sup> Cfr. N. PIAZZA, *Patto leonino* (ad vocem), in *Enc. dir.*, XXXII, Milano, Giuffrè, 1982, 526 ss., in part. nt. 30 e testo corrispondente: «l'indagine circa la concreta realizzabilità della partecipazione agli utili o alle perdite va fatta con riferimento al momento in cui venne stipulata la convenzione siccome a quello nel quale l'ordinamento esige la presenza dei relativi elementi costitutivi essenziali»

Contro tale posizione non ci pare avere pregio l'argomento, diffuso anteriormente alla riforma del 2003<sup>273</sup> ma ancor oggi sostenuto da parte della giurisprudenza<sup>274</sup> e della dottrina<sup>275</sup>, secondo il quale la necessità, alla base del divieto di patto leonino, di evitare una dissociazione tra potere e rischio subordinerrebbe comunque la legittimità di tali clausole alla circostanza che il socio beneficiario sia sostanzialmente escluso dalla gestione della società. L'assunto su cui si basa tale argomento è che qualora al beneficiario fossero conferiti poteri in grado di orientare l'attività degli amministratori nel senso a lui più favorevole<sup>276</sup>, egli si porrebbe in una situazione di permanente conflitto di interessi con gli altri soci<sup>277</sup>. L'argomento non ci appare convincente non tanto perché non riteniamo bisognosa di tutela la possibile situazione patologi-

---

<sup>273</sup> Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, (nt. 271); in dottrina, G. MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e divieto di patto leonino*, in *Contr. impr.*, 1988, 771 ss., in part. 779.

<sup>274</sup> Trib. Cagliari, 3 aprile 2008, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, 746 ss., con nota di R. SANTAGATA, *Partecipazioni in s.r.l. a scopo di finanziamento e divieto del patto leonino*; e in *Riv. dir. comm.*, 2011, II, 95 ss., con nota di M. PAIARDINI, *Sui presupposti di configurabilità del divieto di patto leonino*. La giurisprudenza successiva, anche difforme, è compiutamente raccolta da N. DE LUCA, *Il socio "leone"*, (nt. 268), 4 ss. Da ultimo v., nel senso criticato nel testo, App. Milano, 13 febbraio 2020, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), che, per affermare la nullità della clausola *put* per violazione del divieto di patto leonino, valorizza l'esistenza di clausole che attribuiscono al finanziatore beneficiario della clausola protezioni anti-diluizione in caso di aumenti di capitale e «un effettivo potere di gestione» e il fatto che la *put* fosse stata in concreto esercitata dopo la messa in liquidazione della società per perdita del capitale e poco prima della sua dichiarazione di fallimento.

<sup>275</sup> Cfr. R. SANTAGATA, *Partecipazioni in s.r.l. a scopo di finanziamento*, (nt. 274), 753 e gli ulteriori riferimenti alle ntt. 7 ss.; analogamente ID., *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili" (una rilettura del divieto del patto leonino nella s.p.a. riformata)*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, 537 ss. Per ulteriori riferimenti v. N. DE LUCA, *Il socio "leone"*, (nt. 268), nt. 9 e, più esplicitamente, 99, ove l'affermazione per cui la validità (*put* a prezzo predefinito) della clausola può predicarsi «fintanto che riguarda azioni o partecipazioni inidonee sulla base della conformazione dei poteri statutari a conferire al titolare un diritto autonomo di concorrere alla gestione della società, soprattutto mediante la nomina di amministratori esecutivi ... nonché mediante poteri anche assembleari di interdizione dell'operato degli amministratori».

<sup>276</sup> Ad esempio, poteri di nomina degli amministratori esecutivi o clausole limitanti il potere degli amministratori.

<sup>277</sup> Ad esempio, nel caso di clausole *put*, prediligendo quelle operazioni che, sebbene rischiose, non intacchino il valore dell'investimento effettuato o, ancora, nel caso di *liquidation preferences*, optando per quelle ipotesi di liquidazione dell'investimento tali da garantire una restituzione del solo investimento da lui effettuato a scapito degli altri soci.

ca in cui il socio beneficiario abusi dei diritti di gestione spettantigli<sup>278</sup>, ma perché non ci sembra sistematicamente giustificabile, oltre che efficiente, ancorare la validità di tali clausole alla possibilità, solo ipotetica, che il socio beneficiario abusi dei poteri di gestione (solo eventualmente) spettantigli. Un simile argomento, se accolto, basterebbe ad impedire lo sviluppo della pratiche di *VC financing* in Italia. Riteniamo piuttosto che gli eventuali abusi debbano essere combattuti con gli usuali strumenti offerti dal diritto societario: abuso del diritto del socio, disciplina dell'attività di direzione e coordinamento e responsabilità degli amministratori<sup>279</sup>.

L'interpretazione da noi auspicata è almeno in parte seguita dalla recente giurisprudenza di legittimità che, chiamata a pronunciarsi sulla validità di un'opzione *put* a prezzo determinato, si è pronunciata in senso positivo<sup>280</sup> non solo richiamando, con qualche acrobazia argomentativa, le proprie precedenti più rigorose pronunce<sup>281</sup>, ma anche argomentando alla luce: *i*) del «favor del diritto positivo per le tecniche anche atipiche di finanziamento dell'impresa»<sup>282</sup>; *ii*) della oramai avvenuta polverizzazione del nesso «potere-rischio»<sup>283</sup>, oltre che – e l'aspetto merita di essere segnalato sotto il profilo cul-

---

<sup>278</sup> Anzi, tale eventualità è destinata a verificarsi con particolare frequenza nella s.r.l. qualora si ritenga imperativa la norma dell'art. 2479 c.c. là dove attribuisce la possibilità ai soci di avocare a sé ogni decisione gestoria (primo comma) o subordina all'autorizzazione dei soci il compimento di «operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale» (secondo comma, n. 5).

<sup>279</sup> Questi temi sono ampiamente discussi anche negli Stati Uniti: v. il caso *In re Trados Inc. S'holder Litig.*, (nt. 147), e l'ampia esposizione di W.W. BRATTON-M.L. WACHTER, *A Theory of Preferred Stock*, (nt. 129), 1874 ss.

<sup>280</sup> Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, (nt. 268).

<sup>281</sup> Prima tra tutte quella di Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, (nt. 271), sicché «nessun significato in tal senso [ai fini della validità della clausola] potrà assumere il trasferimento del rischio puramente interno fra un socio e un altro socio o un terzo, allorché non alteri la struttura e la funzione del contratto sociale, né modifichi la posizione del socio in società, e dunque non abbia nessun effetto verso la società stessa»: Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, (nt. 268), 11-12. Colgono la tensione insita nel tentativo della Cassazione di dar continuità ai propri precedenti in particolare A. BUSANI, *È valida l'opzione put*, (nt. 268), 21 e M.S. SPOLIDORO, *Clausole put*, (nt. 268), 1291 ss.

<sup>282</sup> Cfr. Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, (nt. 268), 16.

<sup>283</sup> *Ibidem*, 17. Mette in luce questo aspetto E. BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Torino, Giappichelli, 2012. Critico invece N. DE LUCA, *Il socio "leone"*, (nt. 268), 89 e nt. 14, reputando il passaggio sovrabbondante e comunque non risolutivo anche alla luce del dibattito dottrinario in tema di *empty voting* e *hidden ownership*.

turale – *iii*) della qualità di imprenditori rivestita da entrambe le parti, che porta a ritenere «ogni intervento giudiziale *ex art.* 1322 c.c. ... del tutto residuale»<sup>284</sup>.

La sentenza in questione si inserisce in un filone giurisprudenziale<sup>285</sup> che, sebbene non possa dirsi ad oggi predominante<sup>286</sup>, si è dimostrato più propenso che in passato a valorizzare l'autonomia negoziale dei soci di società chiuse, soprattutto se dotati di peculiari e comprovate capacità tecnico-organizzative, in presenza di partecipazioni al capitale a scopo di investimento e, quindi, a restringere il sindacato di validità delle clausole statutarie alla luce di norme o principi considerati come inderogabili.

### 15.7. *Il principio di equa valorizzazione della partecipazione e la sua compatibilità con taluni strumenti tipici del VC financing (liquidation preferences e clausole di drag-along).*

L'esigenza di una equa valorizzazione della partecipazione è stata posta da una certa giurisprudenza, anche notarile, e dalla dottrina giuscommerciale come necessario presidio a tutela del socio *washed-out*. La problematica, nell'ambito del proposito qui perseguito di interpretare la disciplina, per quan-

---

<sup>284</sup> Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, (nt. 268), 13.

<sup>285</sup> Oltre alla citata Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, (nt. 268), v. le statuizioni in tema di clausola antistallo di *russian roulette*, Trib. Roma, 19 ottobre 2017, in *Società*, 2018, 434 ss., con nota di P. DIVIZIA, *Patto parasociale di russian roulette*; in *Notariato*, 2018, 301 ss., con nota di E. MAZZOLETTI, *Valida la «russian roulette clause»*; in *Giur. it.*, 2018, 1136 ss., con nota di M. TABELLINI, *La clausola parasociale della roulette russa al vaglio della giurisprudenza*; in *Riv. dir. soc.*, 2018, 617, con nota di A. BERNARDI, *La validità della clausola antistallo del tipo «roulette russa»*; in *Riv. notarile*, 2018, 86 ss., con nota di A. LETO, *La validità della clausola della «roulette russa»*; in *Giur. comm.*, 2019, II, 861 ss., con nota di B. SCIANNACA, *Russian roulette clause*, confermata da App. Roma, 3.2.2020, in *Foro it.*, 2020, I, 1383 ss., con nota redazionale di A. CAPIZZI (ove si esclude che dette clausole violino il principio dell'equa valorizzazione dato che «l'esistenza del potere di scelta per l'oblato tra vendere o comprare nella *russian roulette clause*, al prezzo da altri determinato, comporta una situazione giuridica diversa rispetto a chi è meramente soggetto all'altrui diritto potestativo “puro” di riscatto»).

<sup>286</sup> V., infatti, nel senso opposto, specificamente sul patto leonino, App. Milano, 13 febbraio 2020, (nt. 274), e in tema di recesso la decisione del Trib. Roma, 15 gennaio 2020, in *Foro it.*, 2020, I, 1802 ss., con osservazioni di R. CROCE, oltre che in corso di pubblicazione in *Banca, borsa, tit. cred.*, con nota di N. DE LUCA, *Dal socio leone all'agnello sacrificale*, (nt. 188), che ha dichiarato invalida per contrarietà alla norma imperativa dell'art. 2437-ter c.c. una clausola che prevedeva quale criterio per la determinazione del valore di recesso l'esclusivo riferimento al loro valore nominale.

to possibile, in modo da consentire in Italia la replica degli accordi *VC*, si pone in particolare con riferimento alle *liquidation preferences* e alle clausole di *drag-along*, clausole il più delle volte presenti in combinazione tra di loro.

Con riferimento alle *liquidation preferences* una importante precisazione definitoria si impone in questa sede al fine di evitare facili confusioni. Tali clausole, così come intese e costruite nella prassi statunitense del *VC*, sono preferenze spettanti agli investitori titolari di partecipazioni privilegiate nella distribuzione del ricavato dalla liquidazione dell'investimento in occasione del verificarsi di determinati *liquidity events*, quali fusione, cessione d'azienda o alienazione del pacchetto di controllo<sup>287</sup>.

In ogni caso, le *liquidation preferences* non debbono confondersi, come verrebbe facile all'interprete italiano alla stregua di una semplicistica traduzione letterale, con i "classici" privilegi nella ripartizione del residuo netto di liquidazione della società, atteso che i predetti *liquidity events* non riguardano la liquidazione della società. Scontata, evidentemente, è la possibilità di prevedere anche simili preferenze liquidatorie in senso stretto, operanti unicamente in corrispondenza dello scioglimento della società; esse, tuttavia, non destano particolari problemi applicativi e non formeranno oggetto delle successive considerazioni<sup>288</sup>.

Ciò detto, le criticità dovute alla presenza di una *liquidation preference* possono essere molteplici. Infatti, mentre in caso di successo del progetto imprenditoriale l'impatto di simili prerogative sulla posizione partecipativa del fondatore è relativamente marginale, notevoli squilibri tra le aspettative del fondatore e degli investitori possono emergere allorché la *performance* è solo discreta e l'iniziativa si rivela quindi essere un *living dead*<sup>289</sup>. In un simile scenario, infatti, può ben verificarsi che il ricavato dalla cessione sia pari o di poco superiore alla *liquidation preference* spettante all'investitore<sup>290</sup>. Di-

---

<sup>287</sup> In giurisprudenza, *Quadrangle Offshore (Cayman) LLC v. Kenetech Corp.*, 1998 WL 778359 (*Del.Ch.* 1998). Tra i *liquidity events* non rientra l'*IPO*, richiedendo essa ai fini dell'ammissione alla quotazione la preventiva conversione delle azioni privilegiate in azioni ordinarie.

<sup>288</sup> Le preferenze liquidatorie classiche sono già molto usate nel campione di s.r.l. *startup* raccolto ed esaminato in P. GIUDICI-P. AGSTNER, *Startups and Company Law*, (nt. 2), 624-625.

<sup>289</sup> Per la relativa definizione v. *supra* la nt. 109 e il testo corrispondente.

<sup>290</sup> Nella pratica può, però, verificarsi che le parti (finanziatore privilegiato ed imprenditore "pregiudicato") negozino *ex post* una riduzione delle preferenze in sede di liquidazione dell'investimento, visto che in difetto l'imprenditore, per mancanza di adeguati incentivi, potrebbe interrompere ogni sforzo lavorativo e l'apporto del necessario *know-how* e distruggere così il valore di *going concern* dell'impresa, con significativi danni soprattutto per

viene, allora, attuale il tema dell'equa valorizzazione della partecipazione (anch'essa dismessa) del socio imprenditore<sup>291</sup>, nonché la questione dell'eventuale violazione del divieto di patto leonino.

Quanto alla prima questione, ad una immediata analisi l'interprete volgerà lo sguardo inevitabilmente all'art. 2473, terzo comma, c.c., il quale attribuisce al socio recedente di una s.r.l. il «diritto di ottenere il rimborso della propria partecipazione in proporzione al patrimonio sociale ... tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso»<sup>292</sup>. Tale diritto, molto più rigidamente e paternalisticamente di quanto avviene in altri ordinamenti<sup>293</sup>, è considerato in Italia avente carattere inderogabile e, quindi, non rinunciabile da parte del socio. Parimenti non modificabile *in pejus*, quanto meno per le cause di recesso inderogabili<sup>294</sup>, è stato considerato il criterio le-

---

l'investitore stesso. Per queste notazioni, v. T. KUNTZ, *Gestaltung von Kapitalgesellschaften*, (nt. 103), 80.

<sup>291</sup> In argomento, ampiamente, C.A. NIGRO, *Venture capital-backed firms*, (nt. 134), 179 ss.

<sup>292</sup> Richiamato, per l'esclusione del socio, dall'art. 2473-bis c.c.

<sup>293</sup> Ad esempio, in Germania la giurisprudenza ammette in talune ipotesi forti limitazioni, o addirittura l'esclusione, del diritto alla corresponsione del valore reale della quota receduta, ovvero in società familiari a carico di determinati eredi del socio defunto al fine di preservare la sopravvivenza intergenerazionale della società, o in società di capitali ove gli amministratori e/o i dipendenti beneficiano di programmi di incentivazione dell'azionariato (BGH, 19.9.2005 – II ZR 342/03, in BGHZ 164, 107; similmente in Francia con riguardo ad una clausola c.d. *bad-leaver*, in forza della quale il dipendente subiva legittimamente una decurtazione a metà del valore di liquidazione per azioni gratuitamente assegnate: *Cass. com.*, 7.6.2016, D. 2016, 2042), o in società a scopo ideale in ragione della posizione fiduciaria rivestita dai soci rispetto al patrimonio sociale (BGH, 2.6.1997 – II ZR 81/96, in BGHZ 135, 387). Per un'efficace analisi e ulteriori riferimenti comparatistici, v. H. FLEISCHER-S. BONG, *Gradmesser gesellschaftsvertraglicher Gestaltungsfreiheit: Abfindungsklauseln in Personengesellschaft und GmbH*, in *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 2017, 1957 ss.; K.U. SCHMOLKE, *Expulsion and valuation clauses-freedom of contract vs. legal paternalism in German partnership and close corporation law*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev.*, 2012, 380 ss. Per una simile discussione nella dottrina giapponese con riguardo al nuovo tipo societario della *gōdō gaisha*, introdotto nel 2005 con il *Kaisha-hō*, ove per la prima volta è stato previsto un diritto di recesso in favore del socio di una società chiusa: v. per il dibattito circa la derogabilità o meno dell'Art. 611, secondo comma, *Kaisha-hō*, il quale detta regole di valutazione analoghe a quelle statuite dal nostro art. 2473, terzo comma, c.c., A.K. KOH, *Shareholder Protection in Close Corporations and the Curious Case of Japan: The Enigmatic Past and Present of Withdrawal in a Leading Economy*, disponibile su: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3597796](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3597796), ultimo accesso il 15 giugno 2020.

<sup>294</sup> Cfr. V. CALANDRA BONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 291 ss.; P. REVIGLIONE, *Il recesso nella società a responsabilità limitata*, Milano, Giuffrè, 2008, 393 ss.; M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione*, (nt. 165), 244; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 74, *Cause convenzionali di recesso*.

gale di valutazione delle quote del socio recedente, sicché non si ritiene ammissibile una clausola che consenta una quantificazione inferiore al valore attuale<sup>295</sup>.

In realtà, con riguardo alle *liquidation preferences*, così come sopra intese quali preferenze sul ricavato della liquidazione dell'investimento, un problema di equa valorizzazione a ben vedere neppure si pone. Al fine di meglio dimostrare tale assunto, una differenziazione si impone. Infatti, occorre distinguere a seconda che il concreto *liquidity event* dia luogo, esemplificativamente, ad uno *share deal* o ad un *asset deal*.

Nel primo caso, risolvendosi nella cessione (integrale, se in esecuzione di una clausola *drag-along*) delle quote sociali in favore di un soggetto terzo, la pratica attuazione delle predette preferenze, con incasso del ricavato rispettivamente spettante all'investitore e, eventualmente, al fondatore, presuppone che entrambi conferiscano tale corrispettivo in un (ideale) *pool* da cui attingere per la successiva ripartizione interna. In altre parole, oggetto delle preferenze in sede di liquidazione dell'investimento tramite *share deal* non è una rinuncia a diritti corporativi (da parte del fondatore in favore dell'investitore), come avviene invece nelle ipotesi di privilegi nella distribuzione degli utili o del residuo netto di liquidazione, ma è il corrispettivo (in tutto o in parte)

---

<sup>295</sup> Cfr., in dottrina, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 830 ss.; C. FRIGENI, *Il diritto di recesso*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, (nt. 42), 1099 ss., in part. 1103; e in giurisprudenza, da ultimo, Trib. Roma, 20 aprile 2015, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II, 766. Nel senso che la norma sia stata posta, in consonanza a un più generale spirito della riforma del 2003, nell'ottica di un rafforzamento dei diritti patrimoniali del socio uscente, v. per tutti P. PISCITELLO, *Recesso ed esclusione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*, (nt. 163), III, 731. Però, nel senso di ammettere una valorizzazione più elastica M. SPERANZIN, *Criteri di liquidazione della partecipazione nel caso di recesso da s.r.l. e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 878 ss., in part. 894 ss.; S. CARMIGNANI, sub art. 2437 ter, in M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, 890; M. CIAN, *La liquidazione della quota del socio recedente al valore nominale (in margine ad una clausola statutaria in deroga ai criteri legali di valutazione delle azioni)*, in *RDS*, 2010, 301, 307 ss. (per le ipotesi pattizie di recesso). In senso totalmente restrittivo, con conseguente nullità della clausola che preveda criteri diversi da quelli legali, v. Trib. Como, 3 luglio 2009, ined., citata da A. DACCÒ, «Diritti particolari» e recesso dalla s.r.l., Milano, Giuffrè, 2013, 109 nt. 44 e, più recentemente, Trib. Roma, 15 gennaio 2020, con nota di N. DE LUCA, *Dal socio leone all'agnello sacrificale*, (nt. 188); per un quadro d'insieme v. M. DI SARLI, *La valutazione delle azioni nel recesso da s.p.a. «private»: una ricostruzione dei confini della discrezionalità tecnica degli amministratori*, in *Contr. e impr.*, 2018, 500 ss. Diversamente v. P. BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l.*, (nt. 54), 151 ss. (e 159, ntt. 26-27 per riferimenti), nel senso della derogabilità del criterio legale, ammettendo una liquidazione a valori contabili e non correnti, purché adottati all'unanimità.

dell'alienazione della quota sociale, oggetto di distribuzione più che proporzionale in favore del relativo beneficiario<sup>296</sup>. Da un punto di vista dogmatico, le *liquidation preferences* di tal genere rappresentano quindi accordi negoziali di tipo parasociale o solo formalmente sociali e non fanno a nostro giudizio scattare l'applicazione dell'art. 2473 c.c. e le costruzioni giurisprudenziali annesse.

Nel caso di *asset deal*, concretizzantesi in una cessione dell'azienda, il discorso non muta di molto. Infatti, anche in tale ipotesi la *quaestio* si appunta sulle modalità di ripartizione del prezzo di cessione. Essendo questo, evidentemente, incassato dalla società e operando in materia societaria le regole del patrimonio netto, le quali fanno sì che i creditori sociali godono di un diritto al soddisfacimento preferenziale rispetto alle distribuzioni in favore dei soci<sup>297</sup>, la relativa ripartizione nel rispetto delle *liquidation preferences* richiederà la preventiva liquidazione della società, al termine della quale il ricavato netto potrà essere distribuito tra i soci nel rispetto degli accordi contrattuali intercorsi<sup>298</sup>.

Nel caso di *asset deal* si pone poi il tema dell'obbligatoria delibera assembleare ex art. 2479, secondo comma, n. 5, c.c., il quale impone il voto della maggioranza del capitale sociale per le «operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale determinato nell'atto costitutivo o una rilevante modificazione dei diritti dei soci». La giurisprudenza più recente, unitamente alla dottrina di commento, richiede una siffatta deliberazione dei soci addirittura a pena di nullità del contratto di cessione d'azienda<sup>299</sup>.

---

<sup>296</sup> Così anche T. KUNTZ, *Gestaltung von Kapitalgesellschaften*, (nt. 103), 539-540. È interessante rammentare che una simile logica economica di non-proporzionalità in sede di *exit* si riscontra anche in sede costitutiva o post-costitutiva, ove risulta attuata a mezzo del meccanismo dell'assegnazione non proporzionale delle quote tra fondatore ed investitori.

<sup>297</sup> Su questi temi, cfr., fra molti, G. STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori. L'effetto degli IAS/IFRS*, Torino, Giappichelli, 2009, *passim*; G. FERRI jr., *Il sistema e le regole del patrimonio netto*, in *RDS*, 2010, 26 ss.

<sup>298</sup> Non pare a tale fine utilmente percorribile la strada dell'utilizzo di utili d'esercizio, venendo questi normalmente distribuiti in proporzione alla quota di capitale sociale posseduta (art. 2468, secondo comma, c.c.) o, eventualmente, in misura maggiorata in ragione della titolarità di un diritto particolare ex art. 2468, terzo comma, o di una speciale categoria di quote, fermo restando che i relativi importi quasi sicuramente differiranno da quelli spettanti a titolo di *liquidation preference*.

<sup>299</sup> Cfr. Trib. Roma 27 gennaio 2020, in *Società*, 2020, 425 ss., con nota di N. DE LUCA-A. GENTILE, *Dalla cessione al conferimento (senza poteri) dell'intera azienda*; e già prima Trib. Piacenza, 14 marzo 2016, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, 380 ss., con nota parzialmente critica di N. DE LUCA, *Da "Holzmüller e Gelatine" a "Bulli e Pupe". Competenze implicite*

Ovviamente, può verificarsi il rischio di comportamenti opportunistici del socio imprenditore qualora l'investitore non disponga della maggioranza di capitale richiesta ai suddetti fini deliberativi<sup>300</sup>. Inoltre, rimane fermo il diritto di recesso del socio dissenziente ex art. 2473, primo comma, c.c., con il valore di liquidazione da determinarsi in considerazione della concreta conformazione contenutistica della relativa partecipazione in raffronto a quella delle altrui quote sociali. Il valore di recesso, insomma, non può essere determinato tramite una mera operazione aritmetica di ripartizione proporzionale alla luce del patrimonio netto della società. Diversamente, in tale valutazione si deve tener conto della titolarità o meno di preferenze liquidatorie e/o di altre prerogative tali da incrementare o diminuire detto valore in rapporto alle corrispondenti pretese dei soci ordinari non privilegiati. In altre parole, la presenza di categorie di quote e di preferenze liquidatorie impone di rileggere l'art. 2473, terzo comma, riferendo la determinazione del valore di liquidazione del socio non asetticamente al valore del patrimonio netto della società, ma al valore delle pretese dei singoli soci effettivamente contenute nelle loro quote, con le loro preferenze, postergazioni, diritti particolari, ecc.<sup>301</sup>.

Infine, è bene sottolineare che, in nessun caso, le preferenze liquidatorie rischiano di incappare nel divieto del patto leonino. A parte il suo notevole ridimensionamento da parte della giurisprudenza più recente, di cui si è già detto<sup>302</sup>, difetta già in principio quella sicura, imprescindibile esclusione *ab ori-*

---

*dell'assemblea e limiti legali ai poteri degli amministratori nelle società di capitali*; Trib. Roma 3 agosto 2018, in *Società*, 2018, 1371, con nota di N. DE LUCA-A. GENTILE, *Cessione dell'intera azienda: limiti legali ai poteri degli amministratori e nullità degli atti*; Trib. Roma, 1° aprile 2019, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, II, 765, con nota di G.B. PORTALE-N. DE LUCA, *Il sovrano non ha abdicato. Interessi primordiali degli azionisti e competenze implicite dell'assemblea*. In una prospettiva generale, v. ora su questi temi F. SUDIERO, *L'amministratore "dimezzato" di s.r.l. Tra competenze riservate ai soci, dottrina Holz Müller, limiti legali ai poteri di rappresentanza e diritto dell'Unione Europa*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 725 ss.

<sup>300</sup> A soluzione di questo eventuale *impasse* si potrebbe, ad esempio, ipotizzare l'attribuzione in favore del finanziatore di un voto maggiorato (anche solo riferito a tale specifico argomento).

<sup>301</sup> Per una simile impostazione, seppure in contesto differente, v. N. DE LUCA, *Fusione, concambio e sorte delle azioni di risparmio*, nota a Cass., 20 aprile 2020, n. 7920, in *Foro it.*, 2020, I, 1910 ss., in part. 1917 («... perché il valore patrimoniale delle azioni, al quale la liquidazione va fatta – peraltro, tenendo conto delle prospettive reddituali e dell'eventuale valore di mercato – non sempre è la risultante di una divisione matematica del netto per il valore nominale delle azioni»).

<sup>302</sup> V. *supra* il § 15.6.

gine dagli utili e/o dalle perdite presupposta dall'art. 2265 c.c. ai fini della sua operatività.

Ciò detto, rimane da chiarire l'impatto della previsione di una clausola di co-vendita, *rectius* di *drag-along*, che nella prassi viene comunemente impiegata in combinazione con le preferenze di liquidazione al fine di consentire al VC di determinare unilateralmente anche il momento temporale più favorevole dell'*exit* tramite *share deal*<sup>303</sup>. Si ritiene una simile clausola statutaria perfettamente legittima, soprattutto in un contesto di *VC financing*, che rappresenta per l'investitore un veicolo di investimento necessariamente a tempo definito, allo scadere del quale potrà pretendere la liquidazione dell'investimento. Tale peculiare struttura delle imprese *VC-backed*<sup>304</sup>, perfettamente nota all'imprenditore, il quale vieppiù dipende dall'apporto essenziale del VC per lo sviluppo della sua idea imprenditoriale, dovrebbe generalmente escludere la possibilità di invocare *ex post* particolari rimedi protettivi che, invece, *ex ante* non erano stati pattuiti<sup>305</sup>.

Rispetto alle questioni già analizzate in generale con riguardo agli *share deal*, dove come abbiamo rilevato un problema di equa valorizzazione a ben vedere neanche si pone, la clausola di *drag-along* introduce un tema ulteriore, che è quello della scelta del prezzo e momento in cui effettuare l'operazione, rimessa al VC. Allo scopo di arginare condotte opportunistiche da parte del socio trascinante, secondo l'opinione dominante occorrerebbe garantire al socio trascinato un'equa valorizzazione alla stregua dei criteri dettati per il re-

---

<sup>303</sup> Pur essendo scontato, conviene comunque precisare che l'impiego di un patto di *drag-along* non avviene in presenza di un *asset deal*.

<sup>304</sup> V. per ulteriori riferimenti *supra* il § 7.

<sup>305</sup> Così icasticamente, proprio con riferimento al *venture capital*, H. FLEISCHER-S. SCHNEIDER, *Tag along- und Drag along-Klauseln in geschlossenen Kapitalgesellschaften*, in *DB*, 2012/17, 966-967. Per la dottrina italiana v. C. ANGELICI, *Fra «mercato» e «società»: a proposito di venture capital e drag along*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, Giuffrè, 2011, 181 ss.; in generale, ma ugualmente efficacemente, A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, in A. CRIVELLARO (a cura di), *Trasferimenti di partecipazioni azionarie*, Milano, Giuffrè, 2017, 211 ss., in part. 215: «Se la partecipazione in una società (maggioritaria o minoritaria che sia) è considerata, nella sua essenza, non tanto come una proprietà identitaria e infungibile, quanto come un co-investimento monetario in un progetto mirante a realizzare un profitto all'interno di un contesto di mercato, in cui hanno un valore di scambio le imprese che nascono e sono finanziate in virtù di progetti di coinvestimento della stessa natura, allora è molto più facile guardare con favore a (o comunque senza nutrire sospetti pregiudiziali nei confronti di) patti con cui gli aderenti si obbligano, ora per allora, a liquidare il proprio co-investimento ...».

V. *supra* il § 15.6 in tema di patto leonino per alcune notazioni in merito alla maggior considerazione che in alcune recenti pronunce giurisprudenziali è stata data all'elemento della sofisticazione nella valutazione della legittimità di certe negoziazioni tra soggetti professionali.

cesso<sup>306</sup>. Piuttosto, riteniamo corretto aderire a quell'indirizzo autorevolmente espresso secondo il quale la tutela del socio trascinato avviene tramite l'applicazione della disciplina del mandato *in rem propriam*, con conseguente divieto per il socio trascinate di agire in spregio del canone generale di buona fede e correttezza conseguendo vantaggi sproporzionati<sup>307</sup>. Il rimedio usufruibile si sostanzierà, quindi, in una possibile richiesta di risarcimento dei danni subiti a causa dell'estromissione forzosa a prezzo "incongruo", tutta da dimostrare alla luce dei fatti e delle negoziazioni intervenute nel caso concreto, e mai in un automatico e rigido ricalcolo secondo i dettami del recesso. Infatti, un danno pare prospettabile solo se il VC ha opportunisticamente eseguito un'operazione distruttiva di valore, che sottrae all'imprenditore valori patrimoniali che gli sarebbero potuti altrimenti spettare. Ove, invece, la dismissione dell'investimento avvenga a prezzi anche inferiori al valore ipoteticamente realizzabile in una prospettiva temporale più ampia, ma ciò non sia frutto di decisioni abusive quanto piuttosto dell'esigenza di capitalizzare comunque l'investimento per soddisfare le aspettative di rendimento – generalmente molto pressanti – degli investitori del fondo di *venture capital*<sup>308</sup>, allora la risarci-

---

<sup>306</sup> Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 88, *Clausole statutarie disciplinante il diritto e l'obbligo di "covendita" delle partecipazioni*; CONSIGLIO NOTARILE DI ROMA, massima n. 7, *Clausole di covendita e di trascinamento: tipologia e limiti di validità*; CONSIGLIO NOTARILE DELLE TRE VENEZIE, massima H.I.19, *Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie partecipazioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare la loro* (con riferimento alla s.p.a.) e massima I.I.25, *Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie partecipazioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare la loro* (con riferimento alla s.r.l.). Nel senso della nullità della clausola di trascinamento che non preveda espressamente un meccanismo di equa valorizzazione v. Trib. Milano, 1° aprile 2008, in *Società*, 2008, 1373 ss., con nota adesiva di C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d. drag along: chi era costei?*; in *Giur. comm.*, 2009, II, 1029 ss., con nota di L. FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di drag along*; in *Riv. dir. soc.*, 2010, 370 ss., con nota critica di E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*; in *Riv. dir. comm.*, 2010, II, 124 ss., con nota critica di L. ROSSANO, *La natura e la validità della clausola drag along*.

<sup>307</sup> Cfr. Lodo Arbitrale 29 luglio 2008, Arbitro Unico Prof. A. Mazzoni, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, 493 ss., con nota critica di C.F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita (drag-along) ed "equa" valorizzazione dell'azione*.

<sup>308</sup> Su questo argomento, si veda puntualmente M.D. KLAUSNER-S. VENUTO, *Liquidation Rights and Incentive Misalignment in Start-Up Financing*, in *Cornell L. Rev.*, 2013, 1399 ss., in part. 1402: «Demonstrable success in a current fund is therefore essential for the venture capital firm to raise a new fund. Consequently, at key moments when a venture capital firm is raising a new fund, the firm may want to show results by selling a portfolio company early at the expense of long-term value».

bilità del danno in capo al socio-imprenditore della relativa società portafoglio deve escludersi<sup>309</sup>. Ciò in quanto non è imputabile alcun inadempimento in capo all'investitore che eserciti la facoltà di trascinarsi secondo i canoni di buona fede, ossia trasparentemente rispetto all'iniziale programma di investimento effettuato<sup>310</sup>.

Insomma, ancora una volta la peculiare struttura delle operazioni di VC, con una molteplicità di attori coinvolti a livelli diversificati, impedisce di trasporre semplicisticamente e pianamente soluzioni create per società di tutt'altra complessità e natura. In ogni caso, peraltro, ci sembra opportuno rilevare che, anche a livello di benessere complessivo, una tutela "rigida" attribuita al socio trascinato, tutta incentrata sull'equa valorizzazione della sua partecipazione e non sulla correttezza sostanziale del procedimento seguito per addvenire al cambio di controllo, comporta effetti redistributivi contro-intuitivi, impedendo il compimento di operazioni efficienti<sup>311</sup>.

## 16. *Gli schemi di work for equity nella startup s.r.l.*

Nella trattazione che precede si è avuto modo di porre in evidenza la grande importanza che hanno gli schemi di incentivo c.d. "work-for-equity" nella prassi contrattuale di finanziamento delle imprese in fase di *startup*; grazie ad essi, infatti, il finanziatore riesce ad alleviare comportamenti opportunistici sia degli amministratori della società finanziata sia dei dipendenti chiave della medesima<sup>312</sup>.

Il divieto posto dall'art. 2474 c.c. di effettuare operazioni sulle proprie partecipazioni<sup>313</sup>, spesso argomentato proprio in ragione della naturale chiusura

---

<sup>309</sup> Su questi temi, v. *amplius* C.A. NIGRO, *Venture capital-backed firms*, (nt. 131), 218 ss., ove l'A. distingue tra «*trade sales* distruttive di valore maligne e *trade sales* distruttive di valore benigne»; e ora ID., *Venture Capital*, (nt. 143), 22 ss.

<sup>310</sup> Si veda in tale senso anche la costante giurisprudenza in materia di abuso del diritto, tra cui quella, esemplare per la fattispecie concreta oggetto del giudizio, di Cass., 12 dicembre 2005, n. 27387, in *Foro it.*, 2006, 3455 ss.

<sup>311</sup> Così A. MAZZONI, *Patti di co-vendita*, (nt. 305), 219; C.A. NIGRO, *Venture capital-backed firms*, (nt. 131), 271 ss.

<sup>312</sup> V. sul punto, in generale e sui problemi che pone la ricezione nell'ordinamento tedesco degli accordi di *work for equity* sviluppati dalla prassi americana, T. KUNTZ, *Gestaltung von Kapitalgesellschaften*, (nt. 103), 152 e 274.

<sup>313</sup> Già oggetto di critiche per la sua rigidità, quantomeno con riferimento al caso della assistenza finanziaria invece concessa dall'art. 2358 c.c. alla s.p.a.: sul punto v. G. MARASÀ, *Con-*

al mercato del tipo s.r.l.<sup>314</sup>, è stato quindi derogato nel 2012, con disposizione poi estesa a tutte le PMI, dall'art. 26, sesto comma, d.l. 179/2012 «qualora l'operazione sia compiuta in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali»<sup>315</sup>.

Un primo dubbio interpretativo sulla portata della deroga sorge, però, in ragione della formulazione letterale della norma derogata, ossia dell'art. 2474 c.c., che si riferisce espressamente al solo acquisto, o accettazione in garanzia, di proprie quote e non anche alla sottoscrizione delle medesime, come noto vietata alle s.p.a. dall'art. 2357-*quater* c.c. Al riguardo la prassi notarile si è orientata per una soluzione più liberale, sostenendo che «il divieto di sotto-

---

*siderazioni introduttive sul d.lg. 142/2008 di attuazione delle modifiche alla seconda direttiva in materia di s.p.a.*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione. Le regole del mercato finanziario*, Torino, UTET, 2010, 913 ss.; in generale, per una sintesi delle posizioni espresse, U. PATRONI GRIFFI, *Le operazioni sulle proprie partecipazioni*, in A. A. DOLMETTA-G. PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario*, (nt. 36), 514 ss.; v. inoltre, nel senso che il divieto in realtà avrebbe irrazionalmente, visto il carattere chiuso della s.r.l., impedito la predisposizione di metodi di disinvestimento del socio alternativi al mercato delle quote, M. STELLA RICHTER JR., *Novità in tema di acquisto di azioni proprie*, in *Riv. soc.*, 2009, 286 ss., in part. 297 ss.; e P. PISCITELLO, *Il diritto di exit nelle società chiuse tra ius conditum e prospettive di riforma*, in ASSOCIAZIONE DESIANO PREITE (a cura di), *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, Il Mulino, 2002, 127 ss.

<sup>314</sup> Così già U. BELVISO, *Profili soggettivi della liquidazione della quota al socio uscente e interesse dei creditori nelle società*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 811 ss. in part. 822 ss.; F. CARBONETTI, sub art. 28 d.P.R. 10 febbraio 1986, n. 30, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1988, 211 ss.

<sup>315</sup> È comunque da mettere in evidenza la necessità, ampiamente condivisa quantomeno per i lavoratori subordinati, che detta modalità di retribuzione non vada a svuotare di significato i precetti costituzionali di cui agli artt. 35 e 36 Cost. In argomento v. le osservazioni di F. NIEDDU ARRICA, *Il conferimento di attività di ricerca e sviluppo nella società a responsabilità limitata*, in *AIDA*, 2018, 499 ss., in part. 505 e la bibliografia citata alla nt. 17, il quale ritiene che «l'apporto di lavoro (ancorché autonomo) non offre apprezzabili spazi applicativi ai conferimenti d'opera in s.r.l., sicché pare più proficuo orientare l'indagine sulla imputazione a capitale di servizi: i) eseguiti non da persone fisiche ma da imprese, i cui lavoratori siano retribuiti nel rispetto della disciplina lavoristica e previdenziale». A questo principio, peraltro, pare ispirato l'art. 28 del d.l. 179/2012, là dove impone che «la retribuzione ... è costituita da una parte che non può essere inferiore al minimo tabellare previsto, per il rispettivo livello di inquadramento, dal contratto collettivo applicabile, e da una parte variabile, consistente in trattamenti collegati all'efficienza o alla redditività dell'impresa, alla produttività del lavoratore o del gruppo di lavoro, o ad altri obiettivi o parametri di rendimento concordati tra le parti, incluse l'assegnazione di opzioni per l'acquisto di quote o azioni della società e la cessione gratuita delle medesime quote o azioni».

scrizione di azioni proprie stabilito dall'art. 2357-*quater* c.c. non può ritenersi applicabile, una volta operante la citata deroga all'art. 2474 c.c., alle società a responsabilità limitata, dal momento che manca un richiamo espresso sul punto e dal momento che la norma non può considerarsi portatrice di un principio di ordine pubblico o comunque di portata generale»<sup>316</sup>. Il ragionamento, dettato dal condivisibile intento di ampliare l'autonomia statutaria sul punto, si pone in linea con i presupposti metodologici del presente lavoro e convince appieno.

Analogo intento di semplificazione è rinvenibile in quella prassi notarile che, con riferimento al caso dell'acquisto di azioni proprie, ha sostenuto la legittimità di una clausola statutaria che preveda la possibilità di autorizzare una volta per tutte l'operazione, senza necessità di una deliberazione per ciascuna operazione, come invece imposto per la s.p.a. dall'art. 2357, secondo comma, c.c.<sup>317</sup>. La motivazione della massima, anche in questo caso, fa leva sulla «elasticità statutaria che costituisce ormai tratto tipologico essenziale delle s.r.l.», oltre che dal fatto che «la finalità dell'acquisto è in fondo già predeterminata dalla disciplina di legge». Sempre in linea con i presupposti metodologico-interpretativi da noi prescelti, invece, l'argomentazione dovrebbe guardare non solo alla «elasticità statutaria» della s.r.l., ma anche alla scelta del legislatore di non dettare per la s.r.l. P.M.I. il medesimo *corpus* di norme imperative invece approntate sul punto, in attuazione del diritto europeo, per la s.p.a.<sup>318</sup>.

È inoltre innegabile che la disciplina del *work for equity* posta dal d.l. n. 179/2012 sia stata ricalcata su quella delle società quotate. Le s.p.a. non quotate, infatti, ex art. 2358, ottavo comma, c.c. possono esclusivamente prestare «assistenza finanziaria»<sup>319</sup> «per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti». Al contrario, le s.p.a. quotate possono, seppur nei limiti dell'art. 132, terzo comma, T.U.F.<sup>320</sup>, porre in essere i medesimi piani di incentivazione an-

---

<sup>316</sup> CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 178, *Emissione e sottoscrizione di quote proprie da parte di s.r.l. PMI*.

<sup>317</sup> CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 179, *Acquisto di quote proprie da parte di s.r.l. PMI*.

<sup>318</sup> Cfr. art. 60, primo comma, lett. a) della Direttiva 2017/1132/UE.

<sup>319</sup> Ossia la concessione di prestiti o garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di proprie azioni, su cui v. A. VICARI, sub art. 2358, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), M. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-U. TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni*, (nt. 205), 737 ss.

<sup>320</sup> E, quindi, senza il necessario rispetto del principio di parità di trattamento stabilito dall'art. 132, primo comma, T.U.F., mediante acquisto di azioni proprie a valere sugli utili ex art. 2349, primo comma, c.c., ovvero mediante piani di *stock options* ex art. 114-*bis* T.U.F. Cfr.

che mediante acquisto di azioni proprie. Si è quindi posto da parte di alcuni il problema della applicabilità analogica alla fattispecie in esame di tutto quell'ampio *corpus* di disciplina invece dettato per la s.p.a., e non richiamato dall'art. 26, sesto comma, d.l. n. 179/2012, in relazione ai limiti per l'acquisto e la sottoscrizione, invece vigenti per la s.p.a. e differenziati tra società chiuse e quotate, di cui agli artt. 2357 ss. La risposta non può che essere negativa<sup>321</sup>, tenendo a mente la necessità metodologica di non applicare analogicamente norme imperative della s.p.a.<sup>322</sup> e seguendo il ragionamento già svolto a proposito della sottoscrizione di proprie quote. L'attuazione di piani di incentivazione dei dipendenti mediante attribuzione di quote proprie sottoscritte dalla s.r.l. non sembra, quindi, trovare particolari ostacoli nella legislazione vigente.

Più articolata, invece, deve essere l'analisi di quei piani di incentivazione posti in essere mediante aumento di capitale riservato ai beneficiari, spesso indicati dalla prassi contrattuale statunitense con l'espressione "sweat equity", espressamente presi in considerazione dallo stesso legislatore<sup>323</sup>. Il recepimento di tali piani comporta però la risoluzione di tre problemi: *i*) quello della possibilità di attribuire ai dipendenti una categoria speciale a titolo di utili, analogamente a quanto possibile per le s.p.a. ai sensi dell'art. 2349, primo comma, c.c.; *ii*) quello della peculiare disciplina del conferimento di opera o servizi dettata per la s.r.l.; *iii*) quello della possibilità di riservare, in tutto o in

---

sul punto F. CARBONETTI, sub art. 132, in M. FRATINI-G. GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della finanza*, II, Torino, UTET, 2012, 132 ss.; S. VANONI, sub art. 132, in P. ABADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), M. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-U. TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni*, (nt. 205), 4010 ss.

<sup>321</sup> V., invece, in senso positivo P. BENAZZO, *Categorie di quote*, (nt. 56), 1468.

<sup>322</sup> In senso opposto si orienta, seppur senza alcun tipo di argomentazione, il documento – piuttosto lacunoso – denominato *Guida all'uso dei piani azionari e del work for equity*, pubblicato dal MISE il 24 marzo 2014, e disponibile su: [https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Guida\\_piani\\_azionari\\_e\\_work\\_for\\_equity.pdf](https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Guida_piani_azionari_e_work_for_equity.pdf), ultimo accesso il 15 giugno 2020; v. inoltre il *Modello commentato di piano di incentivazione in equity per la startup innovativa e l'incubatore certificato*, pubblicato sempre dal MISE il 10 marzo 2015, accessibile su: [https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Modello\\_piano\\_incentivazione\\_equity\\_start\\_up\\_10\\_marzo\\_2015%20\(3\).pdf](https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Modello_piano_incentivazione_equity_start_up_10_marzo_2015%20(3).pdf), ultimo accesso il 15 giugno 2020, che però (v. pp. 8 e 9) sembra presupporre la possibilità di una compensazione tra debito da conferimento e credito da prestazione lavorativa solo per gli strumenti finanziari partecipativi.

<sup>323</sup> V., infatti, la formulazione letterale della norma di agevolazione fiscale di cui all'art. 27 del d.l. 179/2012, che nell'escludere dalla base imponibile dell'imposta sul reddito delle quote, azioni o strumenti finanziari attribuiti menziona (al quarto comma) anche quelli «emessi ... a fronte dell'apporto ... di crediti maturati a seguito della prestazione di opere e servizi, ivi inclusi quelli professionali ... al momento della loro emissione o al momento in cui è operata la compensazione che tiene luogo del pagamento».

parte, un aumento di capitale in favore dei dipendenti, analogamente a quanto concesso alle s.p.a. dall'art. 2441, ottavo comma, c.c.

La possibilità di attribuire una speciale categoria di quote ai dipendenti a valere sugli utili sembra in astratto praticabile, non trattandosi di una “distribuzione di utili”, come noto vietata, quantomeno alle *startup* innovative; essa, però, sembra in concreto destinata a non trovare applicazione dato che le imprese in fase di *startup* non registrano solitamente utili. Peraltro, è ammesso dalla giurisprudenza notarile, in ipotesi di piani di incentivazione, di effettuare un aumento gratuito con voto unanime<sup>324</sup> e assegnazione delle quote a favore della società medesima che poi a sua volta le assegnerà ai dipendenti o di sottoscrizione dell'inoptato negli aumenti a pagamento sempre da parte della società per la successiva assegnazione ai dipendenti<sup>325</sup>. Si tratta di soluzioni che coincidono con la nostra impostazione di fondo e che quindi condividiamo.

La strada del conferimento di opera o servizi per realizzare schemi di *work for equity* è invece praticamente impedita dalla necessaria simultaneità tra conferimento e emissione delle quote; da un punto di vista più strettamente procedimentale l'operazione sarebbe comunque fortemente ostacolata dalla necessità della fideiussione bancaria *ex art. 2464*, sesto comma, c.c., oltre che, almeno secondo la maggioranza degli autori<sup>326</sup>, di una perizia di stima. Non sembra peraltro possibile dubitare dell'inderogabilità di tale norma che, nonostante causi un notevole svantaggio competitivo del nostro ordinamento nel campo del finanziamento all'innovazione<sup>327</sup>, è senza dubbio stata posta dal

---

<sup>324</sup> Al fine di superare la necessaria proporzionalità degli aumenti gratuiti imposta per le s.r.l. dall'art. 2481-*ter* c.c., non derogato dalla disciplina post-Riforma del 2003.

<sup>325</sup> CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 178, (nt. 316), che, come visto, reputa non applicabile analogicamente la disciplina in tema di sottoscrizione di azioni proprie di cui all'art. 2357-*quater* c.c. in virtù di un, invero debole, argomento letterale di mancato rinvio. In generale sulla disciplina dell'inoptato, v. ora M. SPERANZIN, *Disciplina del non sottoscritto nell'aumento di capitale di s.r.l.*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 178 ss.

<sup>326</sup> Per tutti, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 344. Per un'aggiornata ricostruzione del dibattito, F. NIEDDU ARRICA, *Il conferimento*, (nt. 315), 508 ss., il quale si occupa anche delle numerose problematiche connesse: dal metodo di valutazione più idoneo, alla discussa applicabilità anche alla s.r.l. (stante il silenzio sul punto dell'art. 2465 c.c.) delle disposizioni dettate per la s.p.a. in punto di rettifica del valore di stima ad opera degli amministratori, sino all'ipotesi di impossibilità sopravvenuta della prestazione.

<sup>327</sup> L'impossibilità (per le s.p.a.) o la difficoltà (per le s.r.l.) di capitalizzare prestazioni lavorative è oggetto di serrata critica da parte di L. ENRIQUES-J. MACEY, *Raccolta del capitale di rischio*, (nt. 152), i quali (*ivi*, 109) mettono in evidenza i problemi che esso causa «per il finanziamento di nuove imprese operanti nei settori ad alta tecnologia [giacché] nella “new econo-

legislatore<sup>328</sup> a tutela dell'interesse generale alla "integrità" del capitale sociale.

Sembra invece che nulla osti ad un aumento di capitale oneroso riservato ai dipendenti, similmente a quanto disposto per le s.p.a. dell'art. 2441, ottavo comma, c.c. Mentre, però, nella s.p.a. tale operazione è regolata per escludere espressamente il diritto d'opzione dei soci, nella s.r.l. un ostacolo rilevante sembra derivare dalla necessità imposta dall'art. 2481-*bis* c.c. di attribuire il diritto di recesso ai soci dissenzienti, in relazione al quale abbiamo però già sostenuto la possibilità di una deroga, quantomeno in sede di costituzione<sup>329</sup>. Tali operazioni potrebbero essere anche strutturate intorno a una clausola di compensazione tra debito da conferimento e credito del lavoratore socio per l'attività prestata<sup>330</sup>. Compensazione, questa, attuabile anche nell'ordinamento italiano a seguito della presa di posizione della giurisprudenza di legittimità<sup>331</sup>

---

my", le idee valgono molto di più dei beni materiali e i concorrenti combattono per trattenere i migliori cervelli; un simile divieto restringe indebitamente le opportunità delle imprese di creare forme di compenso personalizzate al fine di attrarre e trattenere i migliori dipendenti. Se le società potessero emettere azioni a fronte dell'impegno di prestare lavoro, le società di nuova costituzione ne trarrebbero il maggior beneficio. Esse infatti, nei primi anni di vita, hanno di solito scarsi mezzi liquidi, a fronte di un bisogno continuo di servizi da parte di avvocati, professionisti contabili e consulenti aziendali»

<sup>328</sup> Senza che vi fosse obbligato dalle norme europee, applicabili alla sola s.p.a.

<sup>329</sup> Vedi *supra* la nt. 227.

<sup>330</sup> Diverso è invece il caso in cui il credito del futuro socio verso la società derivi da anticipazioni per l'opera (nel caso di specie un appalto) ancora da prestare, come è accaduto nel caso deciso, nel senso della nullità della delibera per violazione degli artt. 2342 in tema di conferimenti d'opera (si trattava di s.p.a.) e 2358 c.c. in tema di divieto di assistenza finanziaria, da App. Roma, 3 settembre 2002, in *Società*, 2003, 41 ss., con nota di F. PLATANIA, *Sottoscrizione e validità dei conferimenti in sede di aumento del capitale*, poi confermata da Cass., 24 novembre 2006, n. 25005, in *Rep. Foro it.*, 2007, voce *Società*, n. 724. Sul punto v. ampiamente N. DE LUCA, *Conferimenti e creazione di valore. Note sui conferimenti d'opera e servizi nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2014, 723 ss. Nel caso di s.r.l. la stessa operazione sarebbe invece possibile, pur nei limiti dell'art. 2358 c.c., ma solo a fronte della prestazione di idonea fideiussione ex art. 2464, sesto comma, c.c.

<sup>331</sup> Cass., 5 febbraio 1996, n. 936, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1997, I, 156 ss., con nota di M. DE ACUTIS, *La Cassazione muta opinione sulla compensabilità del debito del socio da sottoscrizione con un suo credito verso la società, ma ... fino a un certo punto*.

In dottrina, per la soluzione affermativa che fa leva sull'inesistenza di una norma proibitiva specifica e su di un pregiudizio ai terzi, C. ANGELICI, *Appunti sull'art. 2436 c.c. con particolare riguardo al conferimento mediante compensazione*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 275 ss.; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 125, *Aumento di capitale e compensazione di crediti (artt. 2342, 2343, 2343-ter e 2465 c.c.)*; F. MARTORANO, *Compensazione del debito per conferimento*, in *Il nuovo diritto della società*, (nt. 163), I, 521 ss.; A. PISANI MASSAMORMILE, *Con-*

e senza che si pongano problemi di applicabilità della disciplina della postergazione dei crediti del (futuro) socio di cui all'art. 2467 c.c., giacché tramite l'aumento si ha una capitalizzazione di crediti e, quindi, il perseguimento degli obiettivi di politica legislativa della norma<sup>332</sup>. Il problema potrebbe però essere superato grazie alla possibilità, già indagata, di fissare l'ammontare del capitale sociale in un ammontare prossimo al minimo legale, con il che consentendosi, visto l'importo irrisorio, di effettuare un aumento oneroso da liberarsi da parte dei dipendenti integralmente in denaro ed imputando il credito per le prestazioni già rese a titolo di sovrapprezzo.

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

---

*ferimenti in s.p.a. e formazione del capitale*, Napoli, Jovene, 1992, 270 ss.; V. SALAFIA, *Aumento del capitale e conferimento di crediti*, in *Società*, 1988, 225 ss.; M.S. SPOLIDORO, *I conferimenti in denaro*, in *Trattato delle Società per Azioni*, diretto da G.E. Colombo-G.B. Portale, vol. 1, tomo 2, Torino, UTET, 2004, 410 ss.

<sup>332</sup> L'orientamento maggioritario è nel senso indicato nel testo: v. in giurisprudenza Cass., 19 febbraio 2018, n. 3946, in *Giur. it.*, 2018, 1916 ss., con nota di GARESIO; in dottrina, tra i tanti, M.S. SPOLIDORO, *L'aumento del capitale sociale nelle s.r.l.*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 464 ss., in part. 491; N. ABRIANI, *Finanziamenti "anomali" dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata*, in AA.VV., *Il diritto delle società oggi*, (nt. 163), 317 ss., in part. 344; per la prassi notarile v. CONSIGLIO NOTARILE DI NAPOLI, massima n. 4, *Aumento oneroso di capitale di s.p.a. o di s.r.l. – Esecuzione mediante compensazione di un credito*, e CONSIGLIO NOTARILE DISTRETTI RIUNITI FIRENZE PISTOIA PRATO, massima n. 23, *Aumento di capitale mediante compensazione e crediti postergati nella s.r.l.*

Ciò nonostante, si registra un minoritario orientamento giurisprudenziale di segno contrario, orientato a una maggior tutela dell'integrità del capitale sociale e che ci sembra poco condivisibile, nella misura in cui attribuisce al dipendente vantaggi informativi equivalenti a quelli dei soci imprenditori: cfr. Trib. Roma, 6 febbraio 2017, in *Giur. it.*, 2017, 1139 ss., con nota adesiva di O. CAGNASSO, *Aumento di capitale e compensazione con crediti postergati del socio di s.r.l.*; in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, II, 380 ss., con nota di MESSORE, *La compensazione del debito da aumento di capitale e la postergazione legale dei finanziamenti dei soci.*

Per superare il problema gli schemi di *work for equity* potrebbero in astratto essere attuati tramite emissione di strumenti finanziari partecipativi, come visto concessa alle sole s.r.l. *startup* e P.M.I. innovative, soprattutto se si ritenesse, come invero abbiamo già sostenuto<sup>333</sup>, la non applicabilità a tali strumenti della disciplina dell'art. 2483 c.c.<sup>334</sup> Per quanto già osservato<sup>335</sup>, però, stante il tenore letterale dell'art. 26, settimo comma, d.l. 179/2012, che non richiama espressamente l'art. 2351, quinto comma, c.c., non sarebbe possibile riconoscere ai portatori di SFP il diritto di voto su argomenti specificamente indicati o la possibilità di nominare un componente dell'organo amministrativo o (là dove presente) di controllo. A prescindere da questo limite, sul piano concreto il meccanismo dell'attribuzione di partecipazioni ai collaboratori e ai dipendenti serve ad attribuirgli la possibilità di partecipare alla liquidazione dell'investimento (che per loro è dato dall'attività lavorativa) in occasione dei *liquidity events*. Ciò renderebbe evidentemente poco attraente un piano attuato attraverso SFP, anche a voler sostenere che sia possibile attribuirgli diritti di voto su argomenti specifici o di nomina di organi<sup>336</sup>.

In conclusione, riteniamo che i piani di incentivazione dei dipendenti possano essere attuati sia tramite l'attribuzione di quote proprie sottoscritte dalla s.r.l., cui non si applica la disciplina più restrittiva invece dettata per la s.p.a., sia tramite aumenti di capitale riservati, anche se per questi ultimi si pone l'irrisolvibile problema del blocco di successivi *round* di aumento imposto dall'art. 2481, secondo comma, c.c.<sup>337</sup>.

---

<sup>333</sup> V. *supra* il § 14.1.

<sup>334</sup> In tal senso S. CORSO, *S.r.l.-PMI aperte*, (nt. 177), 890 e nt. 37.

<sup>335</sup> V. *supra* la nt. 206 e il testo corrispondente

<sup>336</sup> Il fatto che l'art. 26, settimo comma, d.l. 179/2012 non richiami l'art. 2351, quinto comma, c.c. potrebbe essere letto, diversamente da quanto sostenuto nel testo, anche come frutto di un difetto di coordinamento e non come espressione di una precisa volontà del legislatore di escludere l'attribuzione ai portatori di SFP di tali prerogative (diritti di voto su singoli argomenti o nomina di un membro dell'organo amministrativo/di controllo). V. in tal senso, M. GARCEA, *Le "nuove" s.r.l. e l'autonomia statutaria*, (nt. 206), 599, a giudizio della quale è possibile applicare analogicamente la disciplina della s.p.a., l'unica dotata di portata generale. La questione, per quanto osservato nel testo circa gli interessi in gioco, non ha particolare interesse ai nostri fini.

<sup>337</sup> Sembra, infine, che la scarsa chiarezza del quadro normativo e la non unanimità di interpretazioni sembra abbiano indotto la pratica ad abbandonare un'attuazione "corporativa" dei piani di incentivazione, soprattutto se aventi ad oggetto strumenti di capitale, in favore di regolamentazioni più informali del fenomeno, ad esempio mediante patti para-sociali con i quali i soci fondatori o il VC si obbligano, al raggiungimento di determinati risultati di *performance*, a trasferire parte delle proprie quote di partecipazione ai dipendenti/professionisti, con il che ponendosi evidenti problemi di tutela in forma specifica.

## 17. Il problema della trasformazione.

Abbiamo evidenziato in precedenza che negli Stati Uniti i *VCs* preferiscono finanziare *startup* in forma di *corporation* piuttosto che di *LLC*, per diverse ragioni tra cui la non necessità di passare per un processo di trasformazione in caso di offerta al pubblico e quotazione in borsa (*IPO*). Si tratta di un problema che sussisterebbe anche in Italia nel caso in cui una s.r.l. finanziata attraverso *venture capital* arrivasse alla meta dell'ammissione alle negoziazioni su un sistema multilaterale di negoziazione tipo AIM Italia ovvero alla negoziazione in borsa. Infatti, la possibilità di esercitare il recesso in caso di trasformazione (art. 2473 c.c.) potrebbe dar modo ad alcuni soci di minacciare strategicamente il recesso per indebolire la società prima dell'operazione, con la speranza di poter vedere acquistate le partecipazioni a prezzi più vantaggiosi rispetto a quelli auspicati con l'avvio delle negoziazioni ovvero di poter sfuggire subito alle clausole di *lock-up* che vengono tipicamente inserite a carico dei soci<sup>338</sup>.

Anche di questo problema il legislatore della riforma del 2012-2017 non si è fatto espressamente carico, forse perché neppure il legislatore è così ottimista da pensare che una s.r.l. *startup* possa, un giorno, diventare effettivamente uno *unicorn*<sup>339</sup> e magari quotarsi in borsa. Tuttavia, l'eventualità non può essere scartata *a priori*, anche perché il socio che si mettesse di traverso comunque avrebbe a disposizione un recesso a prezzi presumibilmente molto favorevoli, vista l'impossibilità di inserire in statuto criteri dissuasivi incentrati sul criterio di valorizzazione della quota di recesso. Per tale motivo la minaccia di votare contro la trasformazione e di esercitare il recesso potrebbe almeno in alcuni casi essere credibile.

Il futuro dirà se il problema è reale e come potrebbe essere risolto. Il futuro dirà anche se una possibile evoluzione del sistema possa essere quella non solo dell'apertura delle quote di s.r.l. all'offerta al pubblico e alla circolazione tramite annotazione nei registri degli intermediari finanziari (come ora consentito dall'art. 100-ter, secondo comma-bis, lett. c, TUF), ma addirittura al regime di quotazione e al trattamento a pieno titolo come strumento finanzia-

---

<sup>338</sup> D. BOREIKO-S. LOMBARDO, *Lockup clauses in Italian IPOs*, in *Applied Financial Economics*, 2013, 221 ss.

<sup>339</sup> Con il termine "*unicorns*" si indicano le *startup* che hanno raggiunto un valore superiore al miliardo di dollari e non ancora quotate su un mercato regolamentato: J. S. FAN, *Regulating unicorns: Disclosure and the new private economy*, in *Boston College Law Review*, 2016, 583 ss.

rio ai fini della disciplina europea dei mercati finanziari<sup>340</sup>. Esistono oggi negli Stati Uniti molti casi di *LLC* le cui partecipazioni sono quotate in borsa<sup>341</sup>. Sarebbe una curiosa eterogenesi dei fini quella che portasse la s.r.l. a sovrapporsi alla s.p.a. come strumento per la raccolta di capitale pubblico semplicemente perché la s.p.a. è stata talmente irrigidita, anche a livello europeo, da diventare inoperante come strumento di avvio della nuova impresa; e la s.r.l. ad essere usata non come la *LLC* del Delaware, ma più umilmente come la *corporation* di quello stato. Un simile risultato sarebbe la sconfitta definitiva di chi ancora pensa che il diritto societario debba essere infarcito di norme imperative volte ad incanalare l'attività d'impresa e i rapporti tra i soci entro percorsi rigidamente fissati dal legislatore o, magari, dai suoi interpreti.

### *Osservazioni conclusive.*

Nel presente articolo abbiamo offerto una (ri)lettura della disciplina della s.r.l. dalla prospettiva della *startup* che si voglia finanziare attraverso il ricorso al *venture capital*. A differenza dei lavori che si sono focalizzati sull'interpretazione della disciplina della "nuova s.r.l." dalla prospettiva del finanziamento attraverso *crowdfunding*, il nostro approccio non si fonda sul riferimento alla disciplina della s.p.a., ma valorizza al massimo un'interpretazione della disciplina propria della s.r.l., in modo da riconoscere la massima libertà negoziale delle parti coinvolte nell'operazione di finanziamento e rispettare l'intento del legislatore di innescare anche in Italia uno sviluppo delle *startup* tramite il finanziamento da parte dei fondi di *venture capital*.

La nostra lettura segnala alcuni ostacoli insuperabili anche per un'interpretazione fortemente adeguatrice della disciplina quale quella che abbiamo inteso presentare. Il limite posto dall'art. 2483 c.c. blocca la possibilità di emettere obbligazioni convertibili a favore di *business angels*. Si possono emettere strumenti finanziari anche convertibili, ma probabilmente ad essi non possono essere attribuiti diritti di partecipazione alle decisioni dei soci, contrariamente a quanto accade nella s.p.a. L'obbligo di non dare attuazione a nuovi aumenti di capitale sinché per i precedenti non siano stati interamente eseguiti i conferimenti impedisce di articolare *round* di finanziamenti destinati a diversi soggetti beneficiari (dipendenti, *business angels*, *venture capitalist*). La disciplina

---

<sup>340</sup> Si occupa del tema E. CUSA, *Le quote di s.r.l.*, (nt. 100), 675 ss.

<sup>341</sup> M. SIEGEL, *Publicly-Traded LLCs: The New Kid on the Exchange*, in *SMU L. Rev.*, 2015, 885 ss.

della trasformazione può offrire lo spazio per comportamenti strategici da parte dei soci della s.r.l. che, per ventura, giungesse sino al traguardo dell'IPO.

L'art. 2481-*bis* e l'art. 2473 c.c. costituiscono due enormi potenziali *deal-breaker*; ma abbiamo suggerito percorsi interpretativi che potrebbero consentire di superarli. Quanto al diritto di recesso del socio in caso di aumento di capitale a pagamento offerto a terzi, abbiamo prospettato gli argomenti che permettono di sostenere un suo sacrificio. Con riguardo al vincolo di valore della quota di liquidazione in caso di recesso, abbiamo evidenziato che tale vincolo non si pone per le *liquidation preferences* accordate al VC. Inoltre, laddove spetti il diritto di recesso (per es., dissenso rispetto ad una cessione dell'intera azienda ai fini della successiva liquidazione della *startup*) abbiamo indicato la necessità di un'interpretazione dell'art. 2473, terzo comma, c.c. che tenga conto dei diversi diritti spettanti ai soci e, quindi, della diversità di valore delle rispettive quote, ponendo massima attenzione alla sussistenza o meno di preferenze liquidatorie e al loro impatto sulla corretta valorizzazione delle singole quote di liquidazione.

Abbiamo poi osservato che l'accresciuta flessibilità finanziaria della s.r.l. *startup* impone di riconsiderare l'applicazione indiscriminata del divieto di patto leonino, divieto che rischia di creare intollerabili effetti distorsivi e che non ha ragion d'essere in un ordinamento che ormai consente la massima flessibilità finanziaria e libertà nell'articolazione delle preferenze liquidatorie (in senso ampio). In ogni caso, riteniamo che quel divieto non possa essere applicato per colpire, *ex post* e in base alle concrete vicende relative all'impresa, i benefici offerti dalle preferenze liquidatorie, atteso che il divieto di patto leonino richiede un'assoluta e costante esclusione dalle perdite e le preferenze liquidatorie non possono giungere, evidentemente, a tanto.

Abbiamo infine analizzato gli altri schemi negoziali tipici del *venture capital* per illustrare come e con quali limiti essi possano essere realizzati in Italia quando il veicolo societario prescelto è una s.r.l.

*Post scriptum.* – Mentre concludevamo questo articolo venivano rese pubbliche le indicazioni del c.d. "Piano Colao"<sup>342</sup>. Si tratta delle proposte di una *task-force* costituita dal governo che, per certi versi, ricorda quanto già fatto

---

<sup>342</sup> *Iniziative per il rilancio "Italia 2020-2022"*, Rapporto per il Presidente del Consiglio dei Ministri del Comitato di esperti in materia economica e sociale del 9 giugno 2020, disponibile al link <http://www.governo.it/it/articolo/iniziative-il-rilancio-italia-2020-2022/14726>, ultimo accesso l'11 settembre 2020.

dalla *task-force* che pubblicò “Restart Italia!” nel 2012. In tali proposte si segnala, per il diritto della s.r.l., l’indicazione di consentire l’aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione deliberato a maggioranza (quindi, con esclusione del diritto di recesso del socio dissenziente) e l’eliminazione dei limiti all’emissione e collocamento di titoli di debito posti dall’art. 2483 c.c. Si tratta di proposte che ovviamente ci vedono concordi. Non le consideriamo, tuttavia, sufficienti. Riteniamo comunque opportuno, infatti, un intervento razionalizzatore di carattere generale. Le disposizioni che dovrebbero essere maggiormente interessate da un simile riassetto sono quelle, considerate espressione dei due principi di equa valorizzazione e tutela della rilevanza centrale del socio, che abbiamo evidenziato nel corso dell’articolo e, in particolare, l’art. 2483 c.c., l’art. 2481-*bis*, c.c., l’art. 2481, secondo comma, c.c., l’art. 2482-*quater* c.c. e l’art. 2473 c.c. Più in generale, il legislatore dovrebbe con coraggio optare – come abbiamo già proposto in un articolo destinato al mercato europeo ed internazionale<sup>343</sup> – per una chiara enunciazione di un principio di “*counter-Satzungsstrenge*”, per cui tutto ciò che non è espressamente vietato è consentito all’autonomia statutaria. Con l’occasione si dovrebbe anche intervenire sul divieto di patto leonino, per circoscrivere l’ampiezza di un divieto che, se interpretato con troppa disinvoltura, finirebbe per vanificare gli effetti positivi di ogni riforma, andando a colpire al cuore la struttura delle operazioni di *VC financing*.

---

<sup>343</sup> Cfr. P. GIUDICI-P. AGSTNER, *Startups and Company Law*, (nt. 2), 597, 627.