

Dottrina e attualità giuridiche

Le società innovative (II parte)

a cura di Oreste Cagnasso ed Elena Fregonara*

Il finanziamento delle società innovative tramite *venture capital*, Irene Pollastro

La disciplina in deroga nella fase patologica, Maria Di Sarli

La costituzione e il finanziamento di società innovative alla prova dei fatti, Giulia Garesio

Il finanziamento delle società innovative tramite *venture capital*

Irene Pollastro

Il *venture capital* pare oggi un'opzione fondamentale e non più trascurabile per il finanziamento delle società innovative. Il contributo si propone, quindi, di indagarne la natura, le strutture contrattuali ad esso sottese e le potenziali problematiche applicative in cui potrebbe incorrere ove interessato all'investimento in società regolate dal diritto italiano.

Premessa: inquadramento dello strumento

Nella prima parte della presente dottrina è indagata, in particolare, una modalità di finanziamento delle società innovative, che consiste nell'emissione di diversi strumenti finanziari (categorie di quote, titoli di debito e financo strumenti finanziari partecipativi) e della loro offerta al pubblico tramite *equity based crowdfunding*¹.

Le pagine che seguono sono, invece, dedicate all'analisi di un'altra forma di finanziamento, sempre attuata per il tramite di "aiuti" esterni, ossia quella realizzata attraverso l'intervento del *venture capital*: si tratta di soggetti che investono nel capitale di rischio di imprese non quotate, caratterizzate da un alto tasso di innovatività ed alto potenziale di sviluppo, divenendone, dunque, soci – normalmente di minoranza, ove soci di maggioranza rimangono i promotori dell'attività; al *venture capitalist* sono così attribuiti strumenti caratterizzati da diritti tipici di "finanza straordinaria"², spesso affiancati da altri mezzi di sostegno finanziario ed, in particolare, da titoli di debito convertibili, e da prestazione di consulenza finanziaria, strategica ed organizzativa, volti a fornire supporto all'impresa partecipata. A differenza del canale alternativo del finanziamento banca-

rio, che tanta parte ha avuto nell'erogazione di risorse alle imprese nostrane, l'investimento del *venture capital* non ha una precisa scadenza per il rimborso, non prevede il pagamento di interessi e, al contrario, pone il finanziatore in una posizione non terza, bensì interna alla direzione aziendale e, quindi, con un interesse diretto allo sviluppo del *business* e non alla sola solvibilità dell'impresa. Ed infatti, l'obiettivo di questi investitori, che normalmente finanziano la fase di avvio e primo sviluppo del progetto (*early stage* ed *expansion financing*) è quello di guadagnare non tanto dalla ordinaria distribuzione di utili (che, peraltro, nelle prime fasi di sviluppo dell'impresa, difficilmente si verifica o, comunque, assume dimensioni rilevanti), quanto al momento dell'*exit*, contando sulla (potenzialmente) considerevole crescita di valore, nel medio-lungo termine, che imprese fortemente innovative potrebbero realizzare³; per tale ragione, come si vedrà oltre, le condizioni di disinvestimento sono terreno di attenta negoziazione tra le parti, che le pattuiscono già al momento della firma del contratto di investimento concluso al termine della preliminare *due diligence* svolta dal finanziatore⁴.

Se il *crowdfunding* ha ricevuto ampia eco negli studi della dottrina nazionale⁵, minore attenzione è stata dedicata al

* I contributi sono stati sottoposti, in forma anonima, alla valutazione di un *referee*.

¹ Su questo tema, v. il secondo scritto nella prima parte di questa dottrina.

² Si tratta, come segnala il Rapporto *Restart Italia!*, *Rapporto della Task Force sulle start up istituita dal Ministero dello Sviluppo Economico*, 2012, reperibile su www.mise.gov.it, del diritto di seguito, del diritto di covendita, di *liquidation preference*, di nomina degli amministratori non esecutivi per monitorare gli amministratori esecutivi etc.

³ V. Angelici, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag-along*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 181 e segg.; Szego, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza del-*

l'ordinamento italiano, in *Banca d'Italia. Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, n. 55, giugno 2012, spec. 15 e segg.

⁴ Ceroli, Bonsignore, *Venture capital*, in *IlSocietario*, 22 ottobre 2019, par. 4.

⁵ Senza pretesa di completezza, v. Fregonara, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Imprese innovative e nuove fonti di finanziamento* a cura di Cagnasso, in *Giur. It.*, 2016, 2287 e segg.; Id. *La struttura finanziaria delle s.r.l. innovative e il loro finanziamento*, in *Le società innovative* a cura di Cagnasso e Fregonara, v. nella prima parte di questa dottrina; Capelli, *L'equity based crowdfunding e la c.d. "dematerializzazione" delle quote di s.r.l.*, in *ODCC*, 2016, 537 e segg.; Mozzarelli, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, 650 e segg.; Policaro, *Dalle s.r.l.*

venture capital, sebbene esso sia stato indicato, anche nel *Rapporto Restart Italia!*, come la forma principe di finanziamento delle società innovative⁶: mentre, infatti, gli investimenti raccolti tra la folla sono tendenzialmente tutti apporti di entità non significativa e concessi perlopiù da investitori non professionali⁷, studi empirici hanno dimostrato che quelli realizzati dai *venture capitalist* sono nettamente più ingenti⁸ e, oltretutto, garantiscono migliori *performance* e capacità di creazione di posti di lavoro rispetto alle altre imprese, anche con alto potenziale di sviluppo, non supportate dall'intervento di questi investitori⁹. Evidente è, dunque, l'importanza parallela dello studio di questa forma di finanziamento e delle strutture contrattuali che lo sorreggono.

Venture capital: caratteristiche, rischi ed asimmetrie informative

Come evidenziato, il *venture capitalist* interviene principalmente in tre fasi della vita dell'impresa: la prima, quella di *seed financing*, riguarda il momento embrionale di sperimentazione del *business* e, pertanto, ad essere finanziata è l'attività di ricerca e sviluppo utile a saggiare la bontà dell'idea imprenditoriale; la seconda, quella di *start-up financing*, può avvenire nella fase immediatamente successiva in cui, testata l'idea del promotore, occorrono fondi per organizzare la catena di prima produzione e distribuzione del prodotto; la terza, infine, è quella di *first-stage financing*, ossia quella volta all'incremento della produzione e distribuzione, così da farla passare da una scala ridotta, tipica del momento di *start-up*, ad una scala industriale¹⁰.

Come è evidente, si tratta in ogni caso di investimenti ad

alto tasso di rischio, poiché effettuati in momenti in cui l'attività non ha ancora chiare prospettive di sviluppo e, per contro, l'imprenditore possiede esigui beni sui quali eventualmente il finanziatore potrebbe rifarsi nel caso di fallimento dell'iniziativa¹¹.

L'investimento tramite *venture capital* soffre, dunque, in maniera amplificata, dell'intrinseco ed inevitabile problema che affligge tutti i rapporti tra soggetti interni ed esterni, ma collegati con l'impresa, ossia quello dell'esistenza di asimmetrie informative e di correlativi costi di agenzia che i secondi debbono sostenere per il monitoraggio dei primi, che delle informazioni "privilegiate" sull'attività sono in possesso¹². Nel caso di specie, il conflitto di interesse si verifica, naturalmente, tra i soggetti fondatori dell'impresa, detentori dell'idea innovativa, e l'investitore stesso: infatti, se i primi conoscono molto bene il *business* e il suo sviluppo, e ne vogliono mantenere, per quanto possibile, il controllo, i secondi, fornendo il capitale utile al perseguimento del progetto imprenditoriale, da un lato – prima di investire –, non hanno modo di reperire informazioni egualmente complete sull'attività e, dall'altro – una volta investito –, sono parimenti interessati alla detenzione di una certa misura di influenza sulla società, anche in vista della liquidazione della propria partecipazione, che avviene principalmente (trattandosi di società non quotate) tramite la vendita del pacchetto azionario ad un altro operatore industriale (che potrebbe avere interesse ad acquistarlo solo nel caso in cui potesse a sua volta controllare l'attività).

Trattandosi, poi, di finanziatori che, come già detto, agiscono principalmente nel capitale di società chiuse, il controllo di questi problemi non è di dominio del mercato e delle regole che legislatori e autorità dettano per le società che negozino le

emittenti sui portali online di equity crowdfunding alle s.r.l. aperte, in Il nuovo diritto delle società, 2020, 715 e segg.; Vitali, "Equity crowdfunding": la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio, in *Riv. Società*, 2014, 371 e segg.; Laudonio, *La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2014, I, 357 e segg.; Id., *Equity based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, in *Riv. Società*, 2019, 1237 e segg.

⁶ Analoghi richiami sono, ancora di recente, contenuti nel c.d. Decreto Rilancio (D.l. 19 maggio 2020, n. 34, convertito con L. 17 luglio 2020, n. 77) all'art. 38, rubricato "Rafforzamento dell'ecosistema delle start-up innovative" e nel Decreto attuativo 1 ottobre 2020 del Ministero dello Sviluppo Economico, che ha reso note le "Modalità di impiego delle risorse conferite al Fondo di sostegno al venture capital e finalizzate a sostenere investimenti nel capitale delle start-up innovative e delle piccole medie imprese innovative".

⁷ Sulla diversa (ma comparabile) valutazione del *business* che può essere fatta da una folla di piccoli investitori o da fondi di *venture capital* professionali v. Mollick, *Swept Away by the Crowd? Crowdfunding, Venture Capital, and the Selection of Entrepreneurs*, 2013), disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2239204>.

⁸ Il 3° *Quaderno di ricerca sulla Finanza alternativa per le PMI in Italia*, a cura della *School of Management* del Politecnico di Milano, novembre 2020, disponibile all'indirizzo <https://www.osservatoriefi.it>, mostra che, al 30 giugno 2020, sono 547 le aziende italiane che hanno fatto ricorso al *crowdfunding*, assicurandosi attraverso 402 campagne chiuse con successo un finanziamento pari a euro 158,86 milioni, con un netto incremento (del 56%) rispetto al periodo precedente; di contro, il finanziamento tramite *venture capital*, pur riscontrando un calo rispetto al periodo precedente e rimanendo, comunque, ancora sotto-dimensionato rispetto alla situazione di Regno Unito, Germania e Francia, si attesta su valori di gran lunga superiori, pari a euro 238 milioni per l'*early stage* e di euro 656 milioni per l'*expansion*, per un totale di euro 894 milioni. Se, poi, si guarda alla realtà statunitense, si

rileva che gli investimenti medi ammontano a cifre tra i 2 e i 10 milioni di dollari per singolo *round* di finanziamento. V. Ibrahim, *The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors*, in *Vanderbilt Law Review*, 2008, 1416.

⁹ Studi e dati sono forniti, per quanto riguarda il mercato europeo da *Invest Europe*, già nota come *European Private Equity & Venture Capital Association* (EVCA), all'indirizzo <https://investeurope.eu> e, per quanto concerne invece il mercato americano, dalla *National Venture Capital Association* (NVCA), all'indirizzo <https://nvca.org>.

¹⁰ Nella realtà statunitense, che rappresenta senza dubbio, allo stato, la più vivace nel panorama internazionale, nelle prime due fasi di finanziamento paiono intervenire, a fianco del *founder*, primariamente i c.d. FFF (*family, friends and fools* – familiari, amici e folli) e i *business angels*, ossia singoli soggetti facoltosi che decidono di investire dell'impresa, fornendo ad essa anche una prima attività di consulenza; i fondi di VC intervengono, invece, a seguire, nella prima fase di espansione ed, eventualmente, anche in quella finale che precede la quotazione della società. Sul punto, v. Agstner, Capizzi, Giudici, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2020, 382 e segg.

¹¹ Sul punto, v. Petreski, *The Role of Venture Capital in Financing Small Businesses*, in *Journal of Entrepreneurship and Finance*, (forthcoming), 2006, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=906876>.

¹² Nella letteratura economica americana, che ha diffusamente studiato il problema, v. Gompers, *Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital*, in *The Journal of Finance*, 1995, 1461 e segg.; Kaplan, Strömberg, *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, in *The Review of Economic Studies*, 2003, 281 e segg.; Klausner, Litvak, *What Economists Have Taught Us About Venture Capital Contracting*, in <https://ssrn.com/abstract=280024>. In generale sui vari problemi di agenzia che possono presentarsi nella vita di una società, v. Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, 2017.

loro partecipazioni in esso e, pertanto, non può che avvenire tramite apposite tecniche di tipo contrattuale¹³.

La regolazione contrattuale delle operazioni di *venture capital*

Come si può facilmente immaginare, il successo dell'attività innovativa dipende in larga parte dalla capacità imprenditoriale del soggetto che la ha ideata. In questo contesto, però, i rischi di *moral hazard* da parte di detto soggetto nelle imprese innovative c.d. *VC-backed* sono molteplici: approfittando delle più limitate conoscenze del finanziatore, l'imprenditore potrebbe, in un primo momento, presentare in maniera troppo ottimistica il proprio progetto di *business* al fine di ottenere gli apporti che gli sono necessari; in un fase successiva, attuare comportamenti opportunistici al solo fine di estrarre benefici privati dall'attività, a scapito dell'azionista esterno o, ancora, mettere in atto strategie diverse da quelle inizialmente concordate con il finanziatore. Per questo, normalmente, i contratti con i *venture capitalist* sono ricchi di clausole tese a mitigare questi rischi. Nel considerare il funzionamento di tali clausole, ispirate alle e mutuata dalle soluzioni contrattuali sviluppatesi negli Stati Uniti, terra di primaria crescita ed espansione del fenomeno¹⁴, ne andrà valutata, ove necessario, anche la compatibilità con le regole previste dal legislatore nazionale per i tipi societari (s.p.a., ma soprattutto s.r.l.) utilizzabili per la creazione di imprese innovative.

Il finanziamento per stadi

Lo *stage financing*, o finanziamento per stadi, è una delle prime clausole introdotte nel contratto tra *venture capitalist* e imprenditore: essa è ritenuta utile, da un lato, a mitigare il rischio di perdita dell'investimento che grava sul primo in caso di fallimento dell'iniziativa imprenditoriale e, dall'altro, ad incentivare il secondo a fornire informazioni complete e veritiere riguardo al *business* e ai suoi risultati.

Tale tecnica prevede, infatti, che l'investitore non conferisca tutti i mezzi finanziari all'impresa in un'unica soluzione, ma provveda a concederli "a scaglioni", previa verifica del raggiungimento degli obiettivi (c.d. *milestones*) concordati con il fondatore per il precedente *round* di finanziamento. In questo modo, dunque, l'investitore non si grava di un'ingente esposizione economica nei confronti dell'impresa in un momento in cui non è ancora in grado di valutarla, ma ha la possibilità di monitorarne l'andamento ed, eventualmente, decidere di abbandonare l'operazione

di finanziamento, qualora non la ritenesse passibile di successo, anche a favore di altre meglio avviate o più profittevoli. La "minaccia" di abbandono, d'altro canto, dovrebbe indurre l'imprenditore ad aumentare e mantenere costante il flusso informativo nei confronti del *venture capitalist*, non sovrastimando né sottostimando i risultati dell'attività, il che, in caso di riuscita positiva dei primi stadi, potrebbe a sua volta generare un circolo virtuoso per cui il finanziatore potrebbe essere propenso a concedere nuove risorse a un minor costo¹⁵.

Vero è che il diritto di abbandono dell'investitore (che, specie nelle prime fasi di vita delle società innovative, implica di fatto la liquidazione dell'attività, che non avrebbe altre risorse per proseguire) amplifica il rischio di comportamenti dell'imprenditore indirizzati alla crescita esponenziale dell'attività nel breve periodo, senza badare alla creazione di valore nel medio-lungo periodo (che, come già spiegato, è quello che più interessa nelle operazioni di *venture capital*)¹⁶. Anche in questo caso, una soluzione potrebbe venire dall'utilizzo di strumenti finanziari diversi dal mero investimento in capitale: vi è, infatti, chi ritiene che l'uso di obbligazioni convertibili, con un tasso di conversione particolarmente favorevole per il finanziatore, ridurrebbe il rischio di *short-termism* da parte dello sviluppatore del *business*, che sarebbe disincentivato a fornire risultati particolarmente positivi (ove non gonfiati), per evitare che il finanziatore stesso eserciti il suo diritto di conversione, entrando in maniera significativa nel capitale della società, arrivando magari a controllarla¹⁷.

Gli strumenti convertibili

Come si è già avuto modo di considerare, più che per la sottoscrizione di quote che garantiscono un immediato ingresso nel capitale della società innovativa, il *venture capital* opta, nella sua contrattazione, per strumenti convertibili (*privileged convertible stocks* o *convertible preferred stocks*; *seed debt* o *seed equity*) o convertendi (SAFE o SAFT, ossia *simple agreement for future equity/token*)¹⁸.

Questi ultimi, nella più permissiva prassi societaria e contrattuale americana, attribuiscono al loro titolare un dividendo privilegiato, di un ammontare fisso o stabilito in termini percentuali rispetto al valore nominale dello strumento ed un privilegio nella restituzione del capitale al momento della liquidazione della società (ciò significa, in concreto, che il *venture capitalist* riceverà – meno probabilmente – utili e – più probabilmente – la quota di liquidazione del proprio investimento con una preferenza

¹³ Angelici, *Fra "mercato" e "società"*, cit., 183 e segg. e spec. 185.

¹⁴ Detti schemi contrattuali sono reperibili sul sito della *National Venture Capital Association* (NVCA), all'indirizzo <https://nvca.org>.

¹⁵ Sul tema. v. Hsu, *Staging of venture capital investment: a real options analysis*, in *Small Business Economics*, 2010, 265 e segg.; Tian, *The causes and consequences of venture capital stage financing*, in *Journal of Financial Economics*, 2011, 132 e segg.; Talmor, Cuny, *The Staging of Venture Capital Financing: Milestone vs. Rounds*, 2005, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=487414>. Cfr. anche Szego, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese*, cit., 19 e segg.

¹⁶ V. Sahlman, *Aspects of financial contracting in venture capital*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 1988, 23 e segg.; Barry, *New Directions in Research on Venture Capital Finance*, in *Financial Management*, 1994, issue 3.

¹⁷ Cornelli, Yosha, *Stage Financing and the Role of Convertible Debt*, *London Business School Working Paper* No. 253, 1997, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=48581>.

¹⁸ La letteratura economica sul punto è assai vasta. V. ad esempio Kaplan, Strömberg, *Financial Contracting Theory Meets the Real World*, cit., 281 e segg.; Triantis, *Financial Contract Design in the World of Venture Capital*, in *University of Chicago Law Review*, 2001, 305 e segg.; Hellmann, Ipos, *Acquisitions and the Use of Convertible Securities in Venture Capital*, *Sauder School of Business Working Paper*, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=257608>; Cumming, *Capital Structure in Venture Finance*, in *Journal of Corporate Finance*, 2005, 550 e segg.; Houben, *Venture Capital, Double-Sided Adverse Selection, and Double-Sided Moral Hazard*, 2002, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=365841>.

rispetto al solo imprenditore azionista ordinario, ma non rispetto ai terzi creditori); un diritto di conversione automatica del titolo in ordinario al ricorrere di determinate circostanze (quotazione della società o raggiungimento di determinati obiettivi); un diritto di rivendita degli strumenti alla società ad una scadenza prefissata. I titoli convertenti si differenziano principalmente per la certezza della loro conversione al verificarsi di determinati eventi. I SAFE, infatti, sono degli apporti che non costituiscono né conferimento a capitale né mutuo, ma hanno parimenti dei diritti di preferenza rispetto ai titoli ordinari (sempre postergati rispetto ai terzi creditori) e un diritto di conversione automatica del titolo in *equity* in caso di futuro aumento di capitale ad un prezzo vantaggioso¹⁹.

Quanto alla possibilità di utilizzo di strumenti siffatti nel nostro ordinamento, occorre vagliarne la compatibilità²⁰ con una legislazione, quella italiana, che, seppur largamente evolutasi nel senso di lasciare ampia autonomia agli operatori, presenta ancora una parte di norme imperative sensibilmente superiore rispetto all'ordinamento americano (in particolare, quello del Delaware che, come noto, costituisce luogo privilegiato di incorporazione di società, vuoi, appunto, per la disciplina legislativa particolarmente elastica, vuoi per l'alta *expertise* acquisita dalle corti dello Stato in materia societaria²¹).

E così, se la società innovativa fosse costituita in forma di s.p.a., *nulla quaestio*: lo strumento delle categorie di azioni (art. 2351 c.c.), che pacificamente possono avere contenuto atipico²², consente di replicare appieno lo schema delle *preferred shares* americane, essendo, post-riforma del 2003, pacificamente ammessa anche l'emissione di azioni postergate nelle perdite (art. 2348, 2° comma, c.c.)²³. Nel progressivo scolorire delle sostanziali differenze tra capitale di rischio e capitale di debito (tra *equity* e *debt* e, quindi, tra i diritti attribuibili ad azioni, obbligazioni ed altri strumenti finanziari), poi, si deve rilevare che, infine, ciò che importa per quanto qui ci occupa è la possibilità di realizzare l'as-

setto di interessi che soddisfi il *venture capitalist* che decida di investire nella società, assetto, questo, che si potrebbe raggiungere anche tramite l'emissione di strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, 6° comma, c.c. soli²⁴ o combinati con obbligazioni convertibili²⁵. Se, invece, – ed è senz'altro oggi l'ipotesi principe, anzitutto in ragione degli esigui costi di costituzione ed avvio –, il tipo scelto fosse quello della s.r.l., occorre svolgere qualche considerazione parzialmente diversa. In particolare, taluni tra gli autori che hanno più di recente studiato il tema in maniera approfondita arrivano alla conclusione che, per poter emettere titoli di debito con i privilegi tipicamente richiesti dal *venture capitalist* occorrerebbe interpretare, con metodo “*tailor made*”, la disciplina generale applicabile alla s.r.l. ordinaria codicistica per adattarla alle necessità peculiari della s.r.l. *VC-backed*²⁶: ritengono, con particolare riferimento al caso di specie, che la norma di cui all'art. 2483, 2° comma, c.c. (che prevede che i titoli di debito emessi dalla s.r.l. possano essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali e che, in caso di loro successiva circolazione, chi li trasferisce risponda della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società) sia anacronistica e inadatta a soddisfare l'assetto di interessi appetibile per un *venture capitalist* che volesse investire nell'impresa innovativa. Se ciò può essere condivisibile (il finanziatore potrebbe non volersi assumere il rischio della solvenza dell'emittente), resta il fatto che la nuova s.r.l., prodotto della stagione di riforme 2012-2017, prevede oggi la possibilità di emettere categorie di quote dotate di diritti diversi, anche al di fuori dei (per vero, ormai esigui) limiti imperativi imposti alla s.p.a.²⁷. Quella di invocare la disapplicazione di una norma indiscutibilmente imperativa non sembra, dunque, l'unica via, posto che la legislazione offre allo stato un'alternativa, assolutamente percorribile, per soddisfare le esigenze degli investimenti tramite *venture capital*: lo strumento delle ca-

¹⁹ Nella prassi americana, questo tipo di strumento è sottoscritto solitamente dai *business angel*, che poi approfittano della conversione alle stesse condizioni di prezzo negoziate dal VC che successivamente entra nel capitale. Sul punto, cfr. Agstner, Capizzi, Giudici, *Business Angels*, cit., 383 e segg.; Coyle, Green, *Contractual Innovation in Venture Capital*, in *Hastings Law Journal*, 2004, 133; Green, Coyle, *Crowdfunding and the Not-So-Safe SAFE*, in *Virginia Law Review Online*, 2016, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2830213>.

²⁰ Szego, *Finanziare l'innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2005, 821 e segg.; Agstner, Capizzi, Giudici, *Business Angels*, cit., 355 e segg.

²¹ V. per tutti Bar-Gill, Barzuzza, Bebchuk, *The Market for Corporate Law*, in *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 2006, 134 e segg. Secondo le ultime rilevazioni, il 67,6% delle società incluse nella c.d. “Fortune 500” (una lista annuale compilata dalla rivista Fortune, che classifica le 500 maggiori imprese societarie statunitensi misurate sulla base del loro fatturato) hanno la loro sede in Delaware.

²² V. ex multis Weigmann, *Luci e ombre del nuovo diritto societario*, in *Società*, 2003, 270 e segg.; Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova spa*, Milano, 2004, 78; La Sala, *Principio capitalistico, e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011, 132; D'Attorre, *Opa obbligatoria statutaria e sospensione del diritto di voto*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, 693; Notari, *Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese*, in *Riv. Società*, 2018, 1138.

²³ Cincotti, Nieddu, *Le preferred shares nel diritto italiano: proprie-*

tà della società per azioni e strumenti finanziari ibridi, in *Giur. Comm.*, 2003, II, 675 e segg.; Notari, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in Atti del convegno “Verso il nuovo diritto societario. Dubbi e attese”, Firenze, 16 novembre 2002, reperibile sul sito www.notarlex.it; Lamandini, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca Borsa*, 2002, I, 521 e segg.

²⁴ Stante la possibilità di emetterli a fronte di apporti di qualsiasi natura: v. ancora Notari, *Azioni e strumenti finanziari*, cit., 2 e segg.; Pisani Massamormile, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Società*, 2003, 1274.

²⁵ Szego, *Finanziare l'innovazione*, cit., 831 e segg.

²⁶ Agstner, Capizzi, Giudici, *Business Angels*, cit., 357 e segg.

²⁷ Sul punto v. Cagnasso, *S.r.l. aperta*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2020, 1230; Id., *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, in *Le società a responsabilità limitata*, I a cura di Ibba e Marasà, Milano, 2020, 116; Fregonara, *L'equity based crowdfunding*, cit., 2296; Abriani, *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari delle s.r.l. P.M.I.: possibilità di razionalizzazione del sistema?*, in *Società a responsabilità limitata, piccole e medie imprese, mercati finanziari: un mondo nuovo?* a cura di Montalenti e Notari, Milano, 2020, 95 e segg.; Benazzo, voce “Start up e P.M.I. Innovative”, in *Digesto Comm. Aggiornamento*, Torino, 2017, 485. Cfr. anche Consiglio notarile di Milano, Massima n. 174 del 27 novembre 2018, *Categorie di quote a voto ridotto o maggiorato nelle s.r.l. PMI* (art. 26, comma 3, d.l. 179/2012), in <https://www-consiglionotarilemilano.it>.

tegorie di quote, peraltro, esso pare tantopiù appetibile se solo si considera che i titoli così sottoscritti, in ragione delle loro caratteristiche e del fatto che, pur essendo privilegiati, lo sono solo rispetto agli azionisti, ma non ai terzi creditori, li rende più simili a strumenti di *equity* che di debito²⁸.

Ultima breve considerazione va svolta sulla compatibilità di dette strutture contrattuali ed, in particolare, della preferenza accordata al *venture capitalist* in fase di liquidazione, con il divieto di patto leonino sancito dall'art. 2265 c.c. ed applicabile, secondo la dottrina assolutamente maggioritaria, a tutte le società²⁹. Posto che, per costante giurisprudenza, la norma si intende violata "solo nel caso di totale [o assoluta] e costante" esclusione di un socio dagli utili o dalle perdite³⁰, predeterminata *ex ante* in modo esplicito o in misura comunque talmente elevata da rendere ragionevolmente impossibile che un socio consegua (o perda) alcunché³¹, si deve concludere che, nel caso di specie, la situazione certamente non si verifica: il *venture capitalist*, infatti, ha solo un privilegio rispetto al *founder* azionista ordinario ma, in caso di fallimento dell'attività, rischia comunque la totale perdita del proprio investimento.

Clausole di covendita e trascinamento; opzioni put

Come si è osservato poco sopra, il *venture capitalist* non è un soggetto che finanzia la società per interesse nel e con volontà di partecipare al progetto imprenditoriale, ma ha un'ottica di mero investimento: il suo scopo, infatti, è la liquidazione, tramite vendita della propria partecipazione, una volta massimizzato l'investimento stesso.

In tale ottica, le tecniche contrattuali maggiormente utilizzate nella prassi statunitense sono clausole di *tag-along* (o clausola di covendita) e soprattutto *drag-along* (o clausola di trascinamento), oppure opzioni *put*. Si tratta, nel primo caso, di clausole che attribuiscono ai soci di minoranza il diritto di vendere (o meglio, di "co-vendere") le proprie partecipazioni ad un terzo estraneo alla compagine sociale,

che intenda acquistare una partecipazione sociale di minoranza, beneficiando delle medesime condizioni economiche pattuite per la vendita, appunto, del pacchetto di maggioranza oppure del diritto, attribuito al socio di maggioranza, di vendere al terzo la propria partecipazione e "trascinare" con sé quelle dei soci di minoranza, di nuovo alle stesse condizioni ottenute nella propria contrattazione³². Il caso dell'opzione *put*, invece, si differenzia per due circostanze: *i)* oltre alla vendita della partecipazione a un terzo, la pattuizione potrebbe prevedere la possibilità di retrocedere le partecipazioni all'imprenditore (e, quindi, alla società stessa); *ii)* il prezzo di vendita/retrocessione potrebbe essere determinato o al momento dell'esercizio dell'opzione, prevedendo la sostanziale restituzione dell'investimento effettuato al socio finanziatore, maggiorato di interessi convenzionali e di ogni ulteriore apporto da questi conferito a favore della società (ad esempio, in caso di sottoscrizione di aumenti di capitale o altro tipo di finanziamenti), o addirittura già predefinito al momento della stipulazione del contratto³³.

Anche rispetto a queste clausole, pattuite per arginare il rischio che chi apporta si assume, evidente è il potenziale conflitto con il *founder*: il *venture capitalist*, infatti, potrebbe decidere di dismettere la propria partecipazione sostanzialmente quando lo ritenga conveniente, anche in un momento in cui, viceversa, l'imprenditore riterrebbe di investire ancora nel progetto. Di nuovo, l'ottica delle due parti è differente: se da un lato i fondi di *venture capital* investono in una serie di progetti e mirano ad un forte rendimento del proprio investimento, e potrebbero quindi decidere di togliere risorse ad un progetto finanziato anche in caso di rendimenti mediocri, pur non fallimentari, al fine di dirottare più risorse su società altamente redditizie; dall'altro, invece, i soci fondatori potrebbero valutare riuscito e, quindi, meritevole di prosecuzione, il proprio programma imprenditoriale anche in caso di guadagni non esponenziali. La possibilità di disinvestire in qualsiasi momento evi-

²⁸ Szego, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese*, cit., 22.

²⁹ V. per tutti, Abriani, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, 1994, spec. 55 e segg., ove ampi riferimenti: l'autore considera, infatti, tale divieto "norma chiave dell'architettura tipologica del contratto di società". Contra Sbisà, *Circolazione delle azioni e patto leonino*, in *Contratto e Impresa*, 1987, 824 e segg., per il quale la *ratio* alla base della norma di cui all'art. 2265 c.c. ne impedirebbe la applicazione analogica alle società capitalistiche e Calvosa, L. Calvosa, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, 202 e segg., che parla addirittura di "tramonto" del divieto del patto leonino nel diritto azionario.

³⁰ Cass. civ., 24 ottobre 1994, n. 8972, in *Società*, 1995, 178 e segg., con nota di Batti, *Il patto leonino nell'ambito di partecipazioni a scopo di finanziamento*, in *Giur. Comm.*, 1995, II, 478 e segg., con nota di Ciappi, *Finanza regionale e patto leonino*, in *Nuova giur. civ. commentata*, 1995, I, 1161 e segg., con nota di Tedeschi, *Sul divieto di patto leonino*; Cass. civ., 21 gennaio 2000, n. 642, in *Società*, 2000, 697 e segg., con nota di Fanti, *Natura e portata del divieto di patto leonino*; App. Milano, 19 febbraio 2016, n. 636, in *IlSocietario.it*, novembre 2016, con nota di Caruso, *Clausole put a prezzo predefinito e divieto di patto leonino*; Trib. Cagliari, 03 aprile 2008, in *Riv. Dir. Comm.*, 2011, II, 95 e segg., con nota di Paiardini, *Su presupposti di configurabilità del divieto di patto leonino*.

³¹ Angelici, *Sub art. 2350*, in *Il codice civile* diretto da Schlesinger, 1992, 124 e segg.; Abriani, *Il divieto del patto leonino*, cit., 125 e segg.; Grosso, *Categorie di azioni e assemblee speciali*, Milano, 1999, 64 e

segg.; Spolidoro, *Clausole put e divieto di società leonina*, in *Riv. Società*, 2018, 1306 e segg.

³² Sul punto v. De Luca, *Validità delle clausole di trascinamento ("drag-along")*, in *Banca Borsa*, 2009, I, 174 e segg.; Id., *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinamento ("tag" e "drag-along")*. *Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca Borsa*, 2013, II, 65 e segg.; Stabilini, Trapani, *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, I, 949 e segg.; Rescio, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di "drag-along"?*, in *Giur. Comm.*, 2012, II, 1055 e segg.; Scarpa, *Clausole di trascinamento di partecipazione societaria tra struttura e limiti*, in *Giust. Civ.*, 2013, II, 41 e segg.; Scotti, *Clausola di "Drag-along" e principio maggioritario*, in *Notariato*, 2015, 620 e segg.

³³ Sul punto v. Barcellona, *Clausole di put & call a prezzo predefinito: fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004; Piccione, *Opzione put e divieto di patto leonino*, in *IlSocietario*, 5 maggio 2020; De Luca, *Il socio "leone"*. *Il revirement della Cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*, in *Banca Borsa*, 2019, II, 8 e segg.; Penzo, *Opzione put e violazione del divieto di patto leonino: nuovi spunti sul requisito di assolutezza*, in *Società*, 2018, 291 e segg.; Spolidoro, *Clausole put*, cit., 1306 e segg.; Caruso, *Clausole put a prezzo predefinito*, cit.; Accetella, *Profili di illegittimità dell'opzione di (ri)vendita delle azioni a prezzo garantito alla società emittente*, in *Banca Borsa*, 2015, II, 733 e segg.; Sorace, *Opzioni "put" e divieto del patto leonino*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2013, 72 e segg.

dentemente pone il *venture capitalist* non solo in una posizione di forza, ma addirittura in condizione di poter decretare il fallimento di un'attività la cui sopravvivenza si basava principalmente sulle risorse finanziarie da lui conferite; d'altro canto, contratti che rendessero troppo gravoso l'*exit* del finanziatore lo scoraggerebbero *ab origine* ad investire in quei progetti ad alto rischio. Oltre a questo ineliminabile conflitto, che può trovare soluzione perlopiù in sede di contrattazione tra le parti, vi sono da valutare due ulteriori profili di compatibilità di queste clausole con il nostro ordinamento ed, in particolare, il problema della determinazione del prezzo di vendita delle partecipazioni del *venture capitalist*, che è lo stesso per tutto il pacchetto compravenduto³⁴ e, di nuovo, la possibile violazione del divieto imperativo di patto leonino.

Sotto il primo profilo, la domanda si risolve nell'indagine attorno alla necessità di rispettare gli stessi criteri di valutazione – ed equa valorizzazione – della partecipazione stabiliti per le ipotesi di recesso dall'art. 2437-ter c.c. (per le s.p.a.) ed estesi, tra l'altro, dall'art. 2437-sexies c.c. alle fattispecie di riscatto azionario e dall'art. 2355-bis c.c. ad altre vicende relative alla circolazione delle partecipazioni, ed *ex art.* 2473, 3° comma, c.c. (per la s.r.l.), esteso al caso di esclusione di cui al successivo art. 2473-bis c.c. La risposta di dottrina e giurisprudenza maggioritaria pare positiva e, con particolare riguardo alle clausole di *drag-along* (o *drag-along*), è legata a doppio filo al profilo delle modalità del loro inserimento in statuto³⁵: infatti, mentre in un primo momento si riteneva potessero essere introdotte solo all'unanimità, comportando una radicale alterazione del rapporto sociale che non poteva realizzarsi se non con il consenso di tutti i soci, le più recenti pronunce hanno convenuto sulla liceità del loro inserimento con deliberazione assunta con le maggioranze previste per le modifiche statutarie, purché con modalità operative che consentano a tutti quanti i soci di trovarsi nella medesima posizione ed ottenere lo stesso corrispettivo economico in caso di futura cessione a terzi della partecipazione³⁶. Non vi è, allora, chi non si avveda dei possibili rischi di nullità in cui potrebbe incorrere una clausola di *drag-along* come normalmente pattuita in caso di finanziamento ricevuto da fondi di *venture capital*³⁷ che, dunque, prevedesse una valorizzazione

della partecipazione inferiore al suo valore di mercato, calcolato sulla base delle norme in tema di recesso³⁸. La proposta sarebbe, quindi, quella di valutare l'equità della clausola non tanto sulla base dei principi espressi per il caso di recesso, quanto attenendosi al più generale canone della buona fede in ambito contrattuale³⁹: il *venture capitalist* sarebbe, così, sanzionato con un obbligo di risarcimento danni in favore della società finanziata solo in caso di ottenimento di vantaggi sproporzionati o di opportunistico disinvestimento operato al solo fine di disperderne il valore⁴⁰.

Nulla *quaestio* parrebbe, invece, porsi qualora un simile accordo fosse raggiunto per il tramite di un patto parasociale: vero è, infatti, che le regole imposte dall'art. 2437-ter c.c. e dall'art. 2473 c.c. per la valorizzazione della partecipazione in caso di recesso del socio sottendono l'idea che il mercato non sappia autoregolarsi in situazioni simili, e sia quindi necessario un intervento imperativo del legislatore a tutela della parte più debole (spesso si tratta di situazioni originate da conflitti di interessi tra maggioranza e minoranza); vero è anche, però, che si tratta di norme che regolano i rapporti tra i soci sul piano endosocietario, mentre se la clausola di *drag-along* fosse pattuita per via contrattuale e non statutaria, si tratterebbe di un mero accordo tra soci, non opponibile alla società né suscettibile di applicazione di quelle stesse regole imperative ma, al più, della regola generale di buona fede e correttezza nella contrattazione tra privati⁴¹.

Tralasciando per il momento l'ultima considerazione sugli accordi parasociali, occorre porre l'accento sul fatto che il ragionamento sotteso alla possibile interpretazione meno restrittiva relativa alle clausole di *drag-along* e al tema del prezzo di vendita delle partecipazioni sarebbe quello per cui, quello stipulato dall'imprenditore con il *venture capitalist*, è un contratto atipico, che si potrebbe definire "a causa mista", ove estremamente rilevante, oltre alla causa associativa, è proprio quella di finanziamento, e di tale peculiarità occorrerebbe quindi tener conto nella valutazione sull'equilibrio contrattuale generale raggiunto dalle parti.

La stessa *ratio* pare permeare anche le più recenti posizioni della giurisprudenza rispetto al secondo problema già

³⁴ Angelici, *Fra "mercato" e "società"*, cit., 186.

³⁵ E infatti, tradizionalmente, l'estensione delle fattispecie di recesso si considera conseguenza dell'ormai pressoché illimitato potere della maggioranza di compiere qualsiasi scelta, anche che incide sui soci di minoranza. Sul punto v. i lavori monografici di Ventoruzzo, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, 2012; Maugeri, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010, 185 e segg. In senso dubitativo, Frigeni, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009, 105 e segg.

³⁶ Consiglio notarile di Milano, Massima n. 88, 22 novembre 2005, *Clausole statutarie disciplinanti il diritto e l'obbligo di "covendita" delle partecipazioni*; Consiglio notarile di Roma, Massima n. 7, luglio 2013, *Clausole di co-vendita e di trascinarsi: tipologia e limiti di validità*; Comitato interregionale dei consigli notarili delle tre Venezie, Massima H.I.19 (in materia di s.p.a.) e Massima I.I.25 (in materia di s.r.l.), settembre 2017, *Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie azioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare le loro*; Trib. Milano, 1° aprile 2008, in *Giur. Comm.*, 2009, II, 1034 e segg. con nota di Fabbrini, *Validità delle clausole statutarie di drag along* e in *Società*, 2008, 1118 e segg. con nota di Di Bitonto, *Diritto statutario di covendita, cessione di nuda proprietà azionaria e cambio di controllo*; Trib. Milano, decr. 24 marzo

2011, in *Giur. It.*, 2011, 2584 e segg., con nota di Luoni, *Introduzione a maggioranza delle clausole di co-vendita: osservazioni sul tema*; Trib. Milano, 22 dicembre 2014, in *Società*, 2015, 955 e segg., con nota di Negri-Clementi, Perricone, *Modifiche statutarie e clausole di circolazione della partecipazione: una questione di quorum o di equa valorizzazione?*

³⁷ Agstner, Capizzi, Giudici, *Business Angels*, cit., 440.

³⁸ Sul tema della quantificazione del valore delle partecipazioni in caso di recesso v. per tutti Di Sarli, *La valutazione delle azioni nel recesso da s.p.a. "private": una ricostruzione dei confini della discrezionalità tecnica degli amministratori*, in *Contratto e Impresa*, 2018, 500 e segg.

³⁹ V. le considerazioni svolte in Lodo Arbitrale, 29 luglio 2008, in *Banca Borsa*, 2009, II, 493 e segg., con nota di Giampaolino, *Clausola di co-vendita (drag-along) ed "equa" valorizzazione dell'azione* e anche Mazzoni, *Patti di covendita e doveri fiduciari*, in *Trasferimenti di partecipazioni azionarie* a cura di Crivellaro, Milano, 2017, 211 e segg.

⁴⁰ Sul punto, v. Nigro, Stahl, *Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections*, in *European Business Organization Law Review*, 2021, 39 e segg.

⁴¹ V. ancora Angelici, *Fra "mercato" e "società"*, cit., 210 e segg.

menzionato, ovvero la compatibilità delle clausole dei contratti di finanziamento con *venture capital*, e in particolare delle opzioni *put* in essi potenzialmente contenute, con il divieto di patto leonino: anche in questo caso, allora, occorrerebbe tener conto del fatto che taluni accordi contrattuali, come quello oggetto di analisi, pur comportando di per sé un'esclusione di uno o più soci (nella specie, del finanziatore) da utili o perdite, non perseguono in concreto il fine di aggirare l'art. 2265 c.c., e sono dunque da ritenersi ammissibili in quanto funzionali alla realizzazione di interessi che, nel complesso delle intese negoziali, sono da ritenersi meritevoli di tutela secondo il generale principio di atipicità enunciato dall'art. 1322, 2° comma, c.c.⁴². È proprio con una sua recente sentenza che la Suprema Corte, cassando le precedenti pronunce di merito che sanzionavano con la nullità una clausola *put*⁴³, afferma, infatti, che “è lecito e meritevole di tutela l'accordo negoziale concluso tra i soci di società azionaria, con il quale l'uno, in occasione del finanziamento partecipativo così operato, si obblighi a manlevare l'altro dalle eventuali conseguenze negative del conferimento effettuato in società, mediante l'attribuzione del diritto di vendita (c.d. *put*) entro un termine dato ed il corrispondente obbligo di acquisto della partecipazione sociale a prezzo predeterminato, pari a quello dell'acquisto, pur con l'aggiunta di interessi sull'importo dovuto e del rimborso dei versamenti operati nelle more in favore della società”⁴⁴. Del resto, la *ratio* del divieto di patto leonino riposa sull'idea che soggetti che partecipano in comune allo svolgimento di un'attività economica non possano essere, poi, esclusi dai suoi risultati; e tuttavia, come osserva la Corte stessa, quell'indissolubile legame tra influenza sulla società e partecipazione al rischio di impresa è oggi assai ridimensionato, avendo perso i suoi caratteri originari di assoluta inderogabilità⁴⁵: per stare al

solo esempio della s.p.a., laddove questo tratto si esprimeva nella sua maggior forza, una (quasi completa) dissociazione tra rischio e potere è oggi ammissibile e realizzabile per il tramite una nutrita serie di istituti, quali l'attribuzione del voto in maniera sotto o sovrapporzionale, l'assegnazione non proporzionale di azioni, l'attribuzione di diritti amministrativi a soggetti non soci con l'emissione di strumenti finanziari o nel caso, ad esempio, del pegno di azioni, per arrivare a situazioni in cui la società è quotata e la dissociazione soggettiva tra chi detiene il potere di *voice* all'interno della società e chi è titolare della relativa esposizione economica nei confronti dell'emittente è frutto di fenomeni come la *record date*⁴⁶ o l'*empty voting*, che si verifica, per esempio, nel caso di stipulazione di contratti derivati⁴⁷. È, dunque, del tutto lecito che contratti che realizzino un assetto di interessi comunque meritevole di tutela contengano dei profili che comportano l'esclusione di un soggetto (in questo caso) dalla sopportazione di perdite; lo è tanto più se si considera che, comunque, il *venture capitalist* ha in linea di principio lo stesso interesse alla buona riuscita dell'attività imprenditoriale del fondatore stesso, avendo investito al fine di realizzare una plusvalenza al momento dell'*exit*.

Questa interpretazione proposta dalla Cassazione, che considera la peculiare posizione del *venture capitalist*, la cui adesione alla società ha prioritario scopo di monetizzare la partecipazione al momento del disinvestimento, appare, dunque, oltremodo significativa, consentendo quelle auspicate aperture⁴⁸ che consentirebbero, in ragione di un “clima” legislativo e giurisprudenziale più favorevole, l'attrazione verso le imprese innovative di nuove risorse, diverse dai tradizionali canali di ricorso al credito bancario, che in situazioni simili sarebbero più difficilmente accessibili⁴⁹.

Da ultimo, occorre precisare che l'arresto del 2018 si

⁴² Sul punto v. Tucci, *Patto di riacquisto di azioni “a prezzo garantito” e patto leonino*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2012, II, 239; Santagata, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni “redimibili” (una rilettura del divieto del patto leonino nella S.p.A. riformata)*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum Pietro Abbadessa diretto da M. Campobasso, Torino, 2014, 611; Id., *Partecipazioni in s.r.l. a scopo di finanziamento e divieto del patto leonino*, in *Banca Borsa*, 2009, II, 751 e segg.; Ciaffi, *Finanziaria regionale*, cit., 478 e segg.

⁴³ Trib. Milano, 30 dicembre 2011, in *Giur. Comm.*, 2012, II, 729 e segg., con nota di Delfini, *Opzioni put con prezzo determinato “a consuntivo”, arbitraggio della parte e nullità*; App. Milano, 19 febbraio 2016, in *Società*, 2016, 691 e segg., con nota di Perrino, *Autonomia, liceità e meritevolezza dei patti parasociali di finanziamento partecipativo*.

⁴⁴ V. Cass. civ., ord., 4 luglio 2018, n. 17498, in *IlSocietario*, 26 ottobre 2018, con nota di Caruso, *Opzioni put a prezzo predefinito nelle pattuizioni parasociali: la Cassazione esclude il divieto di patto leonino*, in *Società*, 2019, 13, con nota di Busani, *È valida l'opzione put utile ad attrarre capitale di rischio*, in *Banca Borsa*, 2019, II, 8 e segg., con nota di De Luca, *Il socio “leone”, cit.*, in *Giur. Comm.*, 2019, II, 285 e segg., con nota di Passador, *Hic non sunt leones: la liceità dei patti parasociali di finanziamento partecipativo*, in *Giur. Comm.*, 2020, II, 300 e segg. con nota di Scordo, *Partecipazioni sociali, clausole di opzione put e interessi dell'impresa*, in *Riv. Dir. civ.*, 2020, 1148 e segg., con nota di Presciani, *Opzione di vendita delle partecipazioni sociali e divieto di patto leonino*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2020, 441 e segg., con nota di Prenestini, *Clausola put a prezzo preconcordato e divieto di patto leonino: la Cassazione si pronuncia a favore della legittimità dell'accordo*. Si segnala, nello stesso periodo, *contra*, Cass. civ., 4 maggio 2018, n. 10583, in *Giur. It.*, 2018, 2683 e segg., con nota di Petrucci, *Opzioni put a prezzo predefinito e divieto del patto leonino*, in

IlSocietario, 3 luglio, 2018, con nota di Marzo, *Il divieto di rimborso dei conferimenti e delle riserve da sovrapprezzo secondo la Cassazione*.

⁴⁵ Sul punto, v. *ex multis* Guerrero, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, in *Giur. Comm.*, I, 2017, I, 203 e segg.; Marocchi, *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio*, in *Contratto e Impresa*, 2014, 221 e segg. ed i contributi pubblicati in AA.VV., *Principio capitalistico. Quo vadis?* a cura di Briolini, Torino, 2016.

⁴⁶ Si tratta della data, che cade normalmente sette giorni prima di quella in cui è convocata l'assemblea, in cui l'azionista che intende parteciparvi ed esercitare i diritti connessi alla propria partecipazione deve effettuare la registrazione delle azioni. V. Balzola, *Record date e rappresentanza assembleare nelle società quotate: armonie e disarmonie (anche alla luce del d.lgs 18 giugno 2012 n. 91)*, in *Banca Borsa*, 2013, I, 754 e segg.; Erede, *L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione di record date*, in *Banca Borsa*, 2012, I, 59 e segg.; De Luca, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e ‘proprietà nascoste’ di azioni*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2010, 312 e segg.

⁴⁷ Si tratta di tutte quelle situazioni in cui si realizza uno “svuotamento” del voto allorché un soggetto partecipi all'assemblea di una società per azioni e vi eserciti diritti di voto, avendo ridotto o annullato la propria esposizione ai ritorni dell'investimento azionario sottostante V. per tutti Sandrelli, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, Milano, 2017.

⁴⁸ Il riferimento è ancora ad Agstner, Capizzi, Giudici, *Business Angels*, cit., 450 e segg.

⁴⁹ Marchetti, Ventrone, *“La put non è un patto leonino” – capitali (più facili) per le imprese*, in *L'Economia (Corriere della sera)*, 24 settembre 2018, 16, reperibile all'indirizzo <https://www.pressreader.>

riferisce ad una situazione in cui l'accordo *put* era effettivamente già inserito in un patto parasociale, e non previsto per via statutaria. Secondo l'orientamento prevalente, tuttavia, essendo il divieto di patto leonino contenuto in una norma imperativa ed inderogabile, riguarderebbe indistintamente clausole statutarie e pattuizioni parasociali o comunque contrattuali che perseguissero la finalità di eludere quel divieto: si tratterebbe, in ogni caso, di clausole o patti negozi in frode alla legge (*ex art. 1344 c.c.*) e, come tali, nulli⁵⁰.

Diritti amministrativi

Pare opportuno, ancora, passare in breve rassegna i diritti amministrativi che potrebbero essere attribuiti al *venture capitalist* (anche in misura superiore a quelli che gli spetterebbero in base alla partecipazione detenuta), al fine di dotarlo di poteri di controllo sull'impresa finanziata. Questi poteri, solitamente, decadono automaticamente al verificarsi di determinati eventi, quali l'offerta pubblica delle azioni della società finanziata (IPO) o il raggiungimento di determinati parametri legati alla buona *performance* dell'impresa. Evidente è dunque che tale tipologia di strumenti sia, di nuovo, utile ad equilibrare il rapporto tra le parti ed incentivare la buona riuscita dell'iniziativa imprenditoriale: da un lato, infatti, al finanziatore è garantita una possibilità di monitoraggio dell'attività d'impresa e, dall'altro, la prospettiva di "rientrare in possesso" di quei diritti amministrativi incentiva il *founder* a condurre l'attività in modo oculato, al fine di massimizzarne il valore.

Al finanziatore possono, allora, essere attribuiti in primo luogo diritti di nomina e revoca degli amministratori (si tratterà tendenzialmente di amministratori non esecutivi, incaricati dello speculare ruolo di monitoraggio sul *board*). Nel caso della s.p.a. sarebbe senz'altro possibile conferirli per il tramite di strumenti ibridi quali gli strumenti finanziari partecipativi che, *ex art. 2351, ult. comma., c.c.*, "possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco". Più discussa è la possibilità di ascrivere questa facoltà tramite categorie speciali di azioni dotate di diritti diversi *ex art. 2348, 2° comma, c.c.*⁵¹: non sembra, tuttavia, impossibile, servirsi dell'istituto delle azioni con voto sottoposto a condizione

ex art. 2351, 2° comma, c.c., attraverso le quali si potrebbe attribuire al socio finanziatore la possibilità di partecipare all'elezione degli organi, ad esempio, solo in caso di bassi rendimenti della società. La s.r.l., oltre alla possibilità oggi riconosciuta di emettere categorie di quote e strumenti finanziari partecipativi⁵², potrà pacificamente dotare il *venture capitalist* di questa facoltà come diritto particolare "riguardante l'amministrazione della società" *ex art. 2468, 2° comma., c.c.*

In alternativa, lo statuto della società stessa o appositi patti parasociali potrebbero prevedere il necessario assenso del *venture capitalist* per il compimento di talune operazioni, quali (tra le più comuni) aumenti di capitale, emissione di obbligazioni o altri titoli di debito, distribuzione di azioni gratuite, fusioni, scissioni, destinazione dell'utile o pagamento di dividendi, approvazione del *business plan* o modifiche al medesimo⁵³. Di nuovo, nella s.p.a. tale assetto si potrebbe raggiungere sottoponendo a limiti o scaglionamenti, o addirittura escludendo del tutto il voto del *founder* su quelle stesse operazioni, secondo le possibilità attribuite dai commi 2° e 3° dell'*art. 2351 c.c.* e, nella s.r.l., anche per il tramite dei diritti particolari *ex art. 2468, 2° comma., c.c.*

Il *venture capital* in Europa e negli USA. Conclusioni

Come si è avuto modo di constatare, gli schemi contrattuali adottati dai fondi di *venture capital* nella negoziazione delle condizioni del loro investimento in società innovative derivano tutti dalla prassi statunitense, ove con grande anticipo rispetto all'Europa questo canale di finanziamento è nato e cresciuto⁵⁴.

Ad una prima osservazione, questa circostanza potrebbe fornire parziale spiegazione al perché ancora oggi le società innovative VC-backed sono molto più numerose e hanno molto più successo in America che in Europa⁵⁵, ma certamente il fattore temporale non è sufficiente a chiarire le ragioni (e dimensioni) del fenomeno.

Numerosi sono gli studi condotti dalla dottrina internazionale per motivare il dato della *performance* costantemente inferiore del *venture capital* in Europa, e le cause che detti studi individuano non sono sempre o solo coincidenti con il maggior grado di imperatività delle legislazioni europee (e, in particolare, di quella italiana), che impedirebbero ai nostri paesi di essere attrattivi per potenziali investitori⁵⁶. Accanto a questo problema, che si è visto poter essere in qualche modo mitigato, infatti, vi è chi rileva che

com/italy/l-economia/20180924/281762745177779.

⁵⁰ Minervini, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, in *Contratto e Impresa*, 1988, 779; Abriani, *Il divieto di patto leonino*, cit., 142; Torsello, *Partecipazione a scopo di finanziamento e patto leonino parasociale*, in *Contratto e Impresa*, 2000, 910 e segg.; Sorace, *Opzioni put*, cit., 89; Santagata, *Dai patti di retrocessione*, cit., 608.

⁵¹ Grosso, *Categorie di azioni, assemblee speciali, strumenti finanziari non azionari: le novità della riforma*, in *Società*, 2003, 1310 e segg.; Santoro, *Diritto di voto*, in *La riforma delle società* a cura di Sandulli e Santoro, II, Tomo I, Torino, 2003, 148 e segg.; Santosuosso, *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei DD.Lgs. 17 gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Milano, 2003, 82. In senso dubitativo, Notari, *Azioni e strumenti finanziari*, cit., 10; Abriani, *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2002, I, 146.

⁵² Già ampiamente indagata da Fregonara, *La struttura finanziaria*

delle s.r.l. innovative e il loro finanziamento, nella prima parte di questa dottrina.

⁵³ Szego, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese*, cit., 26 e segg.

⁵⁴ Su una certa convergenza nei modelli, al netto della inferiore *performance* del VC fuori dagli Stati Uniti, v. Megginson, *Towards a Global Model of Venture Capital?*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 2004, 89 e segg.

⁵⁵ V. il sunto di Landolfi, *Le startup europee crescono ma non sfondano*, in *IlSole24Ore*, 27 ottobre 2020 e già Dantas Machado, Raade, *Profitability of Venture Capital Investment in Europe and the United States*, *European Economy Economic Paper No. 245*, 2006, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=910527>.

⁵⁶ V. Agstner, Capizzi, Giudici, *Business Angels*, cit., 450 e segg. Il tema è comunque certamente rilevante: v. ad esempio la considerazione di Vermeulen in *Towards a New 'Company' Structure for High-Tech Start-Ups in Europe*, 2000, disponibile all'indirizzo <https://>

in Europa il mercato secondario che consentirebbe la rivendita delle partecipazioni dei *venture capitalist* è assai meno sviluppato che negli Stati Uniti⁵⁷, disincentivando, quindi, questa tipologia di fondi ad investire, avendo essi la consapevolezza di minori possibilità di realizzo del *surplus* sperato al momento dell'*exit*. Vi è poi chi ricorda, da un lato, la tradizionale maggior presenza del sistema bancario nelle operazioni di finanziamento alle imprese europee rispetto a quelle statunitensi e, dall'altro, la inferiore propensione al rischio dei fondi europei⁵⁸. Vi è addirittura chi non

riscontra alcuna differenza significativa tra i due mercati e imputa il minor successo al peso delle cattive prestazioni delle c.d. *poorly performing companies*⁵⁹.

In conclusione, dunque, se è certamente vero che una maggiore flessibilità dei limiti che la legge impone alla contrattazione tra privati potrebbe sicuramente giovare ad attrarre qualche investimento fruttuoso, ciò non sarebbe probabilmente ancora sufficiente a condurre il mercato europeo del *venture capital* ai livelli di quello americano.

La disciplina in deroga nella fase patologica

Maria Di Sarli

Le imprese innovative godono di due importanti deroghe che vengono in considerazione nella fase patologica della vita dell'impresa. Start up e PMI innovative, in caso di perdita superiore ad un terzo del capitale sociale, rispetto alle società di diritto comune, beneficiano di un esercizio in più per fare fronte agli obblighi di cui agli artt. 2446 e 2447, c.c.; mentre le sole start up innovative sono sottratte per legge alle procedure concorsuali c.d. maggiori. Entrambe le deroghe vengono analizzate alla luce del nuovo contesto normativo così come risulta a seguito dei diversi provvedimenti emergenziali emanati per fronteggiare la crisi innescata dalla pandemia. In particolare, la deroga "ordinaria" in materia di perdite del capitale sociale viene posta in relazione con quella emergenziale introdotta dal D.L. n. 23/2020, per ricostruirne le possibili interazioni; mentre per quanto riguarda la disciplina della crisi viene offerta qualche riflessione sull'applicabilità alle start up innovative dei nuovi istituti della composizione negoziata della crisi e del concordato semplificato introdotti entrambi dal D.L. n. 118/2021.

Un breve inquadramento delle deroghe

Nel quadro del regime agevolato disegnato per le società innovative rientrano anche due deroghe che trovano applicazione in caso di una eventuale fase patologica dell'attività.

La prima riguarda entrambe le categorie di imprese innovative esaminate, *start up* e PMI, e consiste in un regime più flessibile in ordine agli obblighi di adeguamento del capitale sociale allorché si verifichi una perdita rilevante dello stesso (art. 26, 1° comma, D.L. 18 ottobre 2012, n. 179 e art. 4, 9° comma, D.L. 24 gennaio 2015, n. 3). Peraltro, attualmente, la deroga in questione subisce l'interferenza di una deroga "emergenziale" diretta a differire anch'essa gli obblighi in materia di riduzione del capitale sociale per perdite allo scopo di fronteggiare la crisi innescata dalla epidemia di Covid-19 (art. 6, D.L. 8 aprile 2020, n. 23, conv. dalla L. 5 giugno 2020, n. 40). Si tratta di una misura dettata a beneficio di tutte le società, anche di quelle innovative e che pertanto pone la necessità di essere coordinata con la deroga in materia di perdite stabilita per esse in via ordinaria. Una diversa deroga, invece, è dettata a favore delle sole *start up* innovative, e prevede per esse l'esonero dal fallimen-

to e dalle altre procedure concorsuali maggiori (art. 31, D.L. 18 ottobre 2012, n. 179).

Rispettato questo ambito soggettivo, entrambe le deroghe prescindono dal tipo societario adottato¹, inoltre sono direttamente applicabili, nel senso che non esigono di essere opzionate dai soci attraverso una apposita clausola statutaria². Sotto ambedue i profili, dunque, le deroghe esaminate in questa sede si differenziano da quelle riguardanti la struttura finanziaria analizzate nella prima parte di questa dottrina³, le quali, invece, per un verso vengono in rilievo pressoché esclusivamente per le s.r.l., dal momento che accordano possibilità normalmente già riconosciute alle S.p.A.⁴; per altro verso riguardano strumenti a cui è possibile ricorrere solo dietro espressa previsione dello statuto.

La riduzione del capitale per perdite: la deroga "ordinaria"

Com'è ampiamente noto, in caso di perdita "grave" del capitale sociale, le imprese innovative godono di un "periodo di grazia". Essenzialmente, ad esse, rispetto alle società di diritto comune, è concesso un esercizio in più per ripianare la perdita prima che diventi obbligatorio adegua-

ssrn.com/abstract=255619; McCahery, Vermeulen, in *Limited Partnership Reform in the United Kingdom: A Competitive, Venture Capital Oriented Business Form*, Tilburg Law and Economics Center Discussion Paper No. 2004-024, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=664166> ritengono che il nuovo modello più liberale della LLC inglese sia adatto a porsi in competizione con quello più liberale adottato negli USA, e considerato (una delle) cause del successo delle operazioni di *venture capital*.

⁵⁷ Mendoza, Vermeulen, *The 'New' Venture Capital Cycle (Part I): The Importance of Private Secondary Market Liquidity*, Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 1/2011, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=1829835>.

⁵⁸ Gilson, Black, *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets*, in *Journal of Financial Economics*,

1998, 243 e segg.; Bottazzi, Da Rin, Hellmann, *The Changing Face of the European Venture Capital Industry. Facts and Analysis*, in *The Journal of Private Equity*, 2004, 26 e segg.

⁵⁹ Hege, Palomino, Schwienbacher, *Venture Capital Performance: The Disparity Between Europe and the United States*, in *Finance*, 2009, 7 e segg.

¹ Cagnasso, *Premessa*, nella prima parte di questa dottrina.

² Per questo inquadramento, v. Fregonara, *La start up innovativa*, Milano, 2012, 53 e 54.

³ Fregonara, *La struttura finanziaria delle s.r.l. innovative e il loro finanziamento*, nella prima parte di questa dottrina.

⁴ Cerrato, *Start up e P.M.I. innovative in forma di S.p.A.*, in *Start up e P.M.I. innovative*, opera diretta Cagnasso e Mambriani, Bologna, 2020, 153 segg.

re il capitale sociale e così, nel caso in cui la perdita abbia ridotto di oltre un terzo il capitale sociale senza tuttavia intaccare il minimo legale, essa può essere rinviata a nuovo per due esercizi e non uno soltanto; mentre qualora il minimo legale sia stato eroso, in luogo della immediata riduzione, è concesso di portare la perdita a nuovo per un esercizio. In questo secondo caso, quindi, i soci non sono posti immediatamente davanti all'impegnativa decisione di ricapitalizzare, trasformare o liquidare la società⁵. Peraltro, per lo stesso periodo è stabilito, linearmente, che non operi la causa di scioglimento *ex art.* 2484, 4° comma, c.c.

Come è agevole riscontrare, rispetto alle regole di diritto comune, il regime brevemente illustrato introduce una deroga costruita pressoché simmetricamente per due adempimenti profondamente diversi fra loro: *i*) l'imputazione delle perdite a riduzione del capitale e *ii*) il ripianamento delle stesse almeno nella misura necessaria a ripristinare il capitale sociale minimo⁶. Tuttavia, al primo viene assegnata una mera funzione di allarme per i creditori, trattandosi di una operazione con la quale essi vengono informati del fatto che la cifra del capitale sociale effettivamente esistente si è ridotta in conseguenza di perdite⁷. Il secondo, invece, rappresenta il presupposto per poter proseguire l'attività mantenendo invariato il tipo sociale e il relativo ordinamento giuridico (anche per quel riguarda la connotazione di società innovativa⁸) ovvero per evitare lo scioglimento della società. Rispetto a queste due diverse fattispecie, è stato osservato che se la scelta di consentire la continuazione dell'attività d'impresa in presenza di perdite del capitale sociale può essere giustificata, sotto il profilo economico, dalla volontà di favorire la nascita e lo sviluppo delle società innovative, meno comprensibile appare invece il rinvio delle misure di allerta a favore dei creditori⁹. In effetti, l'arretramento su questa forma di tutela non pare controbalanciato da un concreto beneficio per i soci, se non forse quello di motivarli a non demordere e a proseguire l'attività d'impresa.

In ordine al secondo adempimento, i rilievi paiono ancora più severi. In particolare, si teme che il rinvio della regola "ricapitalizza o liquida", consentendo la prosecuzione del-

l'attività con un inadeguato livello di mezzi propri, si traduca in una "consapevole traslazione impropria del rischio di impresa sui creditori, o, più in generale, sui terzi che vengono in contatto volontariamente o involontariamente con l'impresa"¹⁰. Peraltro, si aggiunge che il complessivo indebolimento dell'impianto normativo a favore dei creditori e dei terzi appare incoerente con il rafforzamento invece degli strumenti di finanziamento, il cui successo potrebbe essere pregiudicato proprio dalle minori garanzie che le società in esame sono in grado di offrire ai creditori¹¹.

Per tutto questo insieme di considerazioni, suscita perplessità il meccanico allungamento dei termini dei due adempimenti per una medesima entità temporale, senza una riflessione sulla diversa rilevanza delle due differenti fattispecie prese in considerazione¹².

Le criticità poste dalla deroga in materia di perdite risultano ancora più intense con riferimento alle *start up* innovative, dal momento che tali società, come si dirà meglio oltre¹³, sono sottratte per legge alle normali procedure concorsuali e in particolare al fallimento¹⁴. Una *start up* innovativa che abbia perduto il capitale sociale o addirittura abbia un capitale negativo –non venendo in considerazione per essa le procedure concorsuali maggiori –potrebbe continuare l'esercizio dell'attività d'impresa pur se in "stato di insolvenza" e pur in una situazione di aggravamento del medesimo, senza che i creditori, fintanto che essa gode del regime agevolato, possano richiedere il fallimento. Le procedure previste per la crisi da sovraindebitamento, infatti, com'è noto, possono essere attivate, peraltro facoltativamente, solamente su domanda del debitore.

Occorre infine sottolineare che nulla pare escludere la possibilità per le *start up* innovative di utilizzare le forme di s.r.l. con capitale inferiore ai 10.000,00 euro e quindi di una società già sostanzialmente priva di capitale sociale fin dalla sua costituzione¹⁵.

Per quanto rilevanti, tali riflessioni sono rimaste pressoché inascoltate. Del resto, da un lato, la deroga in materia di perdite è pienamente compatibile con il diritto europeo¹⁶; dall'altro, essa, come si ricorderà, in origine aveva

⁵ Per un'ampia analisi del regime delle perdite del capitale con riferimento alle società innovative si rinvia al saggio di Trimarchi, *La riduzione per perdite del capitale sociale nelle start up innovative*, in *Start up e P.M.I. innovative*, cit., 759 segg. In materia si veda anche Cagnasso, *Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (Dalla "nuova" alla "nuovissima" s.r.l.)*, in *www.orizzontideldirittoconcommerciale.it*, 2014, 1 e segg., pubblicato anche in *Il Nuovo Diritto delle Società – NDS*, nel 2014, f. 5, 7 e di nuovo nel 2019, f. 8, 1267.

⁶ Lo rileva Cagnasso, *Note in tema di start up*, cit., 3 e Id., *Le nuove s.r.l. senza (o quasi) capitale sociale*, in *Capitale sociale, responsabilità limitata e tutela dei terzi*, in *Quaderni di ricerca RES*, 2, 2016, 63.

⁷ Sulla modesta tutela che deriva ai creditori dall'obbligo di riduzione del capitale sociale per perdite si rinvia alle osservazioni di Stanghellini, *Art. 2446, Riduzione del capitale per perdite*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa e Portale, a cura di Campobasso, Cariello e Tombari, Milano, 2016, 2713.

⁸ Dal momento che possono godere della qualità di impresa innovativa solamente le società di capitali e le cooperative una trasformazione regressiva in società di persone comporterebbe la perdita di tale qualità.

⁹ Cagnasso, *Note in tema di start up*, cit., 5.

¹⁰ Così Mazzoni, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *Riv. Società*, 2007, 518. *Contra* in particolare

Trimarchi, *La riduzione per perdite*, a parere del quale "i creditori non subiscono alcuna alterazione sostanziale della loro posizione, né una significativa restrizione delle facoltà a proteggere il loro credito nei modi ordinariamente garantiti dall'ordinamento, ossia attraverso l'esercizio delle comuni azioni individuali. Il che è ben lungi dal trasferire a loro carico il rischio d'impresa, ferma restando unicamente la permanenza del 'rischio di credito'".

¹¹ Fregonara, *La Start up*, cit., 59 segg. e Cagnasso, *Note in tema di start up*, cit., 4.

¹² Cagnasso, *op. ult. cit.*

¹³ V. *infra* par. 2.6 e segg.

¹⁴ Lo rileva Cagnasso, *Note in tema di start up*, cit. 8. Sul tema v. *infra* par. 2.5. e segg.

¹⁵ Montagnani, *Disciplina della riduzione del capitale: impresa o legislatore in crisi?*, in *Giur. Comm.*, 2013, I, 754 segg., *ivi* 759.

¹⁶ L'art. 58 della Dir. (UE) 2017/1132, infatti, si limita a stabilire che "in caso di perdita grave del capitale sottoscritto, l'assemblea deve essere convocata nel termine previsto dalla legislazione degli Stati membri, per esaminare se sia necessario sciogliere la società o prendere altri provvedimenti. La legislazione di uno Stato membro non fissa a più di metà del capitale sottoscritto l'importo della perdita considerata come grave ai sensi del paragrafo 1". Benché in tutti i Paesi dell'Unione sia in vigore il sistema del capitale, in forza di questa disposizione, solo in alcuni di essi, tra cui nel nostro, è obbligatoria la riduzione del capitale per perdite. Sul punto si vedano le osservazioni

una portata limitata perché era prevista a esclusivo beneficio delle *start up* innovative. Solo successivamente, precisamente nel 2015, forse un po' incautamente, è stata estesa anche alle PMI innovative. La deroga era nata, dunque, da un lato, con lo scopo di "consentire all'impresa *start up* innovativa di completare l'avvio e di rientrare fisiologicamente nelle perdite maturate nelle primissime fasi"¹⁷ e, dall'altro, con una operatività temporale limitata a quattro anni, poi portata a cinque¹⁸. Con l'estensione alle PMI innovative, il regime agevolato è divenuto, invece, strutturale, assumendo quindi i connotati di una politica di incentivazione allo svolgimento di attività innovative che, in questa prospettiva, riveste una rilevanza quanto mai attuale posto che la prima "missione" che il c.d. *Recovery plan* ha in progetto di realizzare è proprio quella della "Digitalizzazione, innovazione, competitività e cultura"¹⁹, ma che allo stesso tempo è suscettibile di propagare su più larga scala le criticità più sopra messe in evidenza.

C'è da dire, tuttavia, che una giustificazione al regime di maggior favore accordato alle imprese innovative in ordine ai tempi più lunghi entro i quali ad esse è concesso di ripianare le perdite, pena la riduzione obbligatoria del capitale e nei casi più gravi anche lo scioglimento della società, potrebbe essere ricondotta al fatto che il sistema contabile tradizionale non pare del tutto adeguato a rappresentare le *performance* delle società innovative. Le imprese in questione, infatti, sono istituzionalmente vocate alla ricerca²⁰, tuttavia a partire dal 2015 i costi sostenuti per tale attività devono essere "spesati" nell'esercizio in cui sono sostenuti²¹, benché i relativi benefici possano arrivare qualche esercizio più tardi. Più precisamente, finché un prodotto o un processo oggetto di ricerca non risulti ben individuato e definito non è possibile capitalizzare i costi per esso sostenuti. Per di più, come noto, il valore degli *intangibile* generati internamente non è iscrivibile in bilancio se

non nei limiti del costo sostenuto per produrre tali *asset*. A questo si aggiunga che le imprese in questione per via delle loro ridotte dimensioni, normalmente, non raggiungono le soglie al di sopra delle quali è possibile redigere il bilancio utilizzando i principi contabili IAS/IFRS²², che come noto prediligono una rappresentazione al *fair value*. In conclusione, la possibilità di rinviare di un esercizio l'imputazione della perdita a riduzione del capitale sociale potrebbe essere considerata un rimedio, seppur molto approssimativo, all'inadeguatezza del sistema contabile tradizionale a fornire una rappresentazione fedele della situazione patrimoniale, finanziaria e reddituale di una impresa innovativa²³. Questa ipotesi pare peraltro avvalorata dalla previsione contenuta nell'art. 13, 2° comma, c.c.i.i. in virtù della quale, con riferimento, alle *start up* e PMI innovative, il Consiglio Nazionale dei Dottori commerciali e degli Esperti contabili è demandato ad elaborare degli "indicatori della crisi" specifici per tali categorie di imprese²⁴.

Invero, al di là di tali considerazioni, il regime derogatorio sulle perdite, più realisticamente, sembra inserirsi in una sorta di "programma di sperimentazione", avviato già da tempo, circa la capacità di tenuta dello stato di *going concern* da parte di società senza capitale sociale. A questo disegno vengono ricondotti anche l'introduzione delle figure di s.r.l. che possono essere costituite con capitale iniziale pari ad un euro (artt. 2463, 4° comma, e 2463-bis, c.c.) e l'altra fattispecie di sospensione degli obblighi di riduzione del capitale per perdite contenuta nell'art. 182-sexies L. fall. in tema di concordato preventivo e di accordi di ristrutturazione dei debiti²⁵, alla quale si è aggiunta recentemente anche quella contenuta nell'art. 8, D.L. 24 agosto 2021, n. 118 a favore delle società che avendo avviato un percorso di composizione negoziata della crisi²⁶, dichiarano di volersene avvalere²⁷.

Com'è noto, l'opportunità di ridimensionare la suprema-

di Olivieri, *Quel che resta del capitale nelle S.p.A. chiuse*, in *Riv. Società*, 2016, 152 e Stanghellini, *Art. 2446, Riduzione del capitale per perdite*, cit., 2713.

¹⁷ Così la Relazione illustrativa al D.L. n. 179/2012. In dottrina, sul punto v. Racugno, *Il capitale sociale nelle s.r.l.*, in *Le società a responsabilità limitata: un modello transpatico alla prova del Codice della crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 156 e La Sala, *Start-up innovative: fattispecie e costituzione in forma di s.r.l.*, in *Riv. Società*, 2017, 1118 segg.

¹⁸ È appena il caso di ricordare che la disciplina emergenziale, al fine di fronteggiare la crisi pandemica, ha previsto una proroga di 12 mesi del termine di permanenza delle *start up* innovative nella sezione speciale del registro imprese (art. 38, 5° comma, D.L. 19 maggio 2020, n. 34), sul punto v. Fregonara, *Le tutele alle start up innovative dopo l'emergenza sanitaria da Covid-19*, in *Start up e P.M.I. innovative*, cit. 1046.

¹⁹ V. Piano nazionale di ripresa e resilienza, disponibile su https://www.governo.it/sites/governo.it/files/PNRR_0.pdf.

²⁰ V. Cagnasso, *Premessa*, nella prima parte di questa dottrina.

²¹ Cfr. l'art. 2426, n. 5) così come riformulato dall'art. 6.8, lett. d), D.Lgs. 18 agosto 2015, n. 139 che tra gli oneri capitalizzabili non annovera più quelli di ricerca. Sul punto si rinvia al principio contabile OIC 24, *Immobilizzazioni immateriali*, 2019.

²² Cfr. Di Sarli, *Costi e benefici dell'informazione di bilancio in forma abbreviata: un equilibrio precario?*, in *Riv. Dir. Imp.*, 2021, 230 ove ulteriori riferimenti.

²³ In questa prospettiva, appare ancora attuale la proposta di distinguere tra situazioni di perdite temporanee e fisiologiche, propeedeutiche a maggiori profitti futuri e ipotesi in cui le perdite invece sono strutturali allo scopo di farne discendere, caso per caso, il cor-

retto trattamento, v. Fregonara, *La start up*, cit., 57.

²⁴ Cfr. CNDCEC, *Crisi d'impresa. Gli indici dell'allerta*, 20 ottobre 2019, par. 4.3. dove si afferma che per le imprese innovative devono essere adottati indici di allerta specifici in ragione "dell'elevato tasso di insuccesso connaturale al profilo di rischio che caratterizza queste imprese. Per esse rileva principalmente la capacità di ottenere risorse finanziarie da soci, obbligazionisti, banche, intermediari finanziari che unitamente alle sovvenzioni ed ai contributi pubblici consentano di proseguire nello studio e nello sviluppo dell'iniziativa imprenditoriale. [...] L'assenza di ricavi ed i risultati economici negativi, di converso, non hanno rilevanza determinante al fine di individuare lo stato di crisi.

²⁵ Sul tema, si vedano in particolare: Ariani, *Disciplina della riduzione del capitale per perdite in caso di presentazione di domanda di concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2013, 112 e segg.; D'Attorre, *I limiti alla disciplina societaria sulle perdite del capitale*, in *Il fallimentarista*; Montagnani, *Disciplina della riduzione*, cit., e Miola, *Riduzione e perdita del capitale di società in crisi: l'art. 182 sexies l. fall.*, *Parte prima*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2014, 1, 1071 e segg.; Id., *Riduzione e perdita del capitale di società in crisi: l'art. 182 sexies l. fall.*, *Parte seconda*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2014, 1, 409 e segg.; Tombari, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Riv. Società*, 2013, 1138 segg.; Valensise, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti nella legge fallimentare*, Torino, 2012, 322 e segg.

²⁶ Per un primo commento a questa nuova ipotesi di sospensione degli obblighi di cui agli artt. 2446 e 2477 si veda Guidotti, *La crisi d'impresa nell'era Draghi: la composizione negoziata e il concordato semplificato*, *Ilcaso.it*, 8 settembre 2021; Mancini, *Le "imprese sotto soglia" nel D.L. 118/2021: interazioni con il sovraindebitamento*, in *Ilcaso.it*, 1° settembre 2021.

²⁷ Nella fattispecie considerata infatti l'effetto sospensivo della re-

zia del regime del capitale sociale nell'ambito delle forme di tutela dei creditori è molto controversa²⁸, ma a seguito della crisi innescata dall'emergenza sanitaria pare divenuta una necessità, pena lo scioglimento di numerose società che, pur avendo perso tutto o parte del valore del patrimonio netto, conservano buone prospettive sul mercato²⁹. Tanto considerato, il legislatore dell'emergenza ha introdotto un regime temporaneo di sospensione degli effetti giuridici derivanti dall'emersione di perdite rilevanti a favore di tutte le società colpite dalla crisi pandemica (art. 6, D.L. 8 aprile 2020, n. 23 – c.d. d. liquidità). Si tratta di un intervento estemporaneo (e sotto certi profili un po' maldestro) che però pare preludere ad un ammodernamento della disciplina del capitale non più rinviabile.

(Segue): la deroga “emergenziale”

Come appena anticipato, per fronteggiare la crisi in cui versano molte imprese a causa dell'emergenza sanitaria, tra gli altri interventi, il legislatore ha introdotto anche una sospensione degli obblighi di riduzione del capitale sociale per perdite.

Con riferimento alle *start up* e PMI innovative, in quale misura questa deroga si sovrapponga a quella ordinaria già

loro accordata non è del tutto chiaro, dal momento che della prima vengono fornite due letture, una più restrittiva³⁰, l'altra più ampia³¹. Resta in ogni caso ineludibile per le società innovative così come per tutte le altre l'obbligo a carico degli amministratori di convocare senza indugio l'assemblea al fine di informare i soci circa l'accertamento di perdite rilevanti: anche l'art. 6, D.L. n. 23/2020, infatti, al pari dell'art. 26, D.L. n. 179/2012, lascia intatta la procedura di doverosa informativa a favore dei soci³².

La deroga emergenziale, così come oggi si presenta, è frutto di due interventi. In origine, l'art. 6 d. liquidità aveva previsto un'ipotesi di sospensione temporanea degli obblighi di riduzione nominale del capitale e di ricapitalizzazione imposti dal codice civile per le S.p.A. (artt. 2446 e 2447 c.c.) e per le s.r.l. (artt. 2482-*bis* e 2482-*ter*, c.c.) fino al 31 dicembre 2020 e con riferimento alle perdite “verificatesi nel corso degli esercizi chiusi entro la predetta data”. Per lo stesso periodo veniva anche stabilita l'inoperatività della causa di scioglimento per riduzione del capitale sociale sotto al minimo legale (art. 2484, n. 4, c.c.)³³. Questa disciplina, da un lato, aveva sollevato dubbi interpretativi circa quali perdite rientrassero nel suo ambito di applicazione (solo quelle verificatesi nel corso dell'esercizio 2020 e aventi un rapporto di causa effetto con la crisi sanitaria

gola “ricapitalizza o liquida” non discende automaticamente dall'istanza di cui all'art. 6, 1° comma, D.L. n. 118/2021, ma è rimessa alla volontà dell'imprenditore la decisione di chiederne la disattivazione (o meno). Sul punto Guidotti, *La crisi*, cit., 16.

²⁸ Com'è noto il dibattito era stato innescato dalla proposta di rimozione del vincolo del capitale avanzata da Enriques, Macey, *Raccolta del capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. Società*, 2002, 78 segg. alla quale aveva fatto seguito in particolare la replica di Denozza, *A che serve il capitale?* (Piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*), in *Giur. Comm.*, 2002, I, 585 segg. a fronte della quale è seguita la risposta: Enriques, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. Comm.*, 2005, I, 607 segg., e poi infine ancora Denozza, *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. Comm.*, 2006, I, 489 segg.

²⁹ Parla addirittura di “rischio di estinzione della specie”, Latella, *L'eclissi del capitale sociale ai tempi del covid-19*, 2021, in *Diritto ed economia dell'impresa*, f. 4, 2020.

³⁰ Propendono per una lettura restrittiva e unitaria della disposizione: Campobasso, *La riduzione del capitale “epidemic” e doveri degli amministratori*, in *NLCC*, 3/2021, 296 segg.; Ferri jr, *La sospensione degli obblighi per perdite tra passato prossimo e futuro remoto*, in *Riv. Notar.*, 2021, 3 segg.; Marchetti, *Nuovi sviluppi della disciplina emergenziale in tema di perdite di capitale: introduzione*, in *Riv. Società*, 2021, 214; Paolini, *La nuova sospensione degli obblighi di riduzione del capitale sociale nella legislazione di emergenza Covid-19*, *Studio 88/2021 del Consiglio Nazionale del Notariato*, 30 aprile 2021, 5 segg., Nei primi commenti, nello stesso senso anche Bozza, De Angelis, *Ossigeno alle società in perdita*, in *Italia Oggi* 7, 28 dicembre 2020, 2; Roscini Vitali, *Copertura delle perdite 2020 rinviabile al bilancio 2025*, in *IlSole24ore*, 30 dicembre 2020, 17; Busani, *Niente sospensione per le perdite 2021*, in *IlSole24ore*, 6 gennaio 2021, 24; Sottoriva, Cerri, *La proposta della sospensione della disciplina sulla riduzione obbligatoria del capitale nella legge di bilancio 2021*, in *IlSocietario*, 14 gennaio 2021. Tale orientamento è seguito in particolare da Assonime, *Legge di bilancio 2021: la nuova disciplina della sospensione degli obblighi di ricapitalizzazione in caso di perdite significative*, Circolare n. 3 del 25 febbraio 2021.

³¹ Ricostruzione avanzata da Abriani, Cavalluzzo, *Il ripiano delle perdite effettuato entro cinque anni*, in *IlSole24ore*, 27 gennaio 2021 e ribadita in Abriani, Buttigon, *Legge di bilancio 2021 e patrimonio netto di bilancio nelle società di capitali in Italia: spunti per il superamento di un paradigma*, in *Il societario*, 17 febbraio 2021.

³² Nello specifico gli articoli disapplicati dall'art. 6, D.L. n. 23/2020 sono solamente: art. 2446, secondo e terzo comma, e artt. 2447, 2482-*bis*, quarto, quinto e sesto comma. Sul punto, v. Comitato notarile del Triveneto, Commissione società, *Documenti contabili da sottoporre all'assemblea in presenza di perdite ex art. 6, d.l. n. 23/2020, Orientamento T.A.1*, 12 aprile 2021.

³³ Sulla versione originaria dell'art. 6 d. liquidità v.: Di Sarli, *Redazione del bilancio e dintorni ai tempi del Coronavirus: prime riflessioni*, in *www.ilcaso.it*, 11 aprile 2020; Galletti, *Il diritto della crisi sospeso e la legislazione concorsuale in tempo di guerra*, in *ilfallimentarista.it*, 14 aprile 2020; Giampaolino, *Congelato l'obbligo di assemblea per perdite di rilevante entità*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 aprile 2020; De Angelis, *Perdite, sospensione limitata*, in *Italia Oggi*, 20 aprile 2020; Dimundo, *La “messa in quarantena” delle norme sulle perdite del capitale e sullo scioglimento delle società. note sull'art. 6 del “decreto liquidità”*, in *www.ilcaso.it*, 21 aprile 2020; Borio, *“Decreto Liquidità”: disposizioni in materia societaria: il caso specifico della riduzione del capitale*, in *www.federnotizie.it*, 21 aprile 2020; Irrera-Fregonara, *La crisi d'impresa e la continuità aziendale ai tempi del Coronavirus*, in *Il diritto dell'emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali*, a cura di Irrera, Torino, 2020, 31; Salomone, *Crisi patrimoniali e finanziarie nella legislazione emergenziale del Paese di Acchiappacitrulli. Note sugli articoli 5-10 d.l. n. 23/2020 in materia di diritto delle società di capitali e procedure concorsuali*, in *www.dirittifondamentali.it*, 1° maggio 2020, 22; Masturzi, *Appunti sull'impatto dell'emergenza pandemica nel diritto delle società di capitali*, in *www.dirittifondamentali.it*, 1231 segg.; Paolini, Garcea, *Riduzione del capitale sociale per perdite nella legislazione emergenziale “Covid-19” e problematiche connesse alla parità di trattamento tra imprese*, in *www.dirittifondamentali.it*, 2020, 1294; Venteruzzo, *Continuità aziendale, perdite sul capitale e finanziamenti soci nella legislazione emergenziale da Covid-19*, in *Società*, 2020, 525 segg.; Busani, *Il 2020 come “anno di grazia” per le perdite da COVID-19*, in *Società*, 2020, 538 segg.; D'Attorre, *Disposizioni temporanee in materia di riduzione del capitale ed obblighi degli amministratori di società in crisi*, in *Fallimento*, 2020, 597 segg.; Strampelli, *La preservazione (?) della continuità aziendale nella crisi da Covid-19: capitale sociale e bilanci nei decreti “Liquidità” e Rilancio*, in *Riv. Società*, 2020, 381 segg.; Consiglio notarile di Milano, *Sospensione della disciplina in tema di riduzione obbligatoria del capitale a copertura perdite, nel periodo dell'emergenza Covid-19*, *Massima n. 191*, 16 giugno 2020; Assonime, *Le regole societarie per salvaguardare la continuità operativa delle imprese nei decreti Liquidità e Rilancio*, Circolare del 28 luglio 2020.

oppure anche quelle indipendenti da questa e portate a nuovo dall'esercizio precedente, ma emerse da un bilancio redatto durante il "periodo di grazia"³⁴), dall'altro, comportava che le norme del codice civile momentaneamente sospese avrebbero riacquisito operatività a partire dal 1° gennaio 2021 ossia in un momento in cui la pandemia purtroppo ancora imperversava. Tanto considerato, a ridosso del termine di "scadenza" della norma, la legge di bilancio 2021 (art. 1, 266° comma, L. 30 dicembre 2020, n. 178) ha riscritto integralmente la disposizione, mantenendo però ferma la rubrica ("Disposizioni temporanee in materia di riduzione di capitale").

A seguito della riformulazione, l'art. 6 d. liquidità, risulta articolato in quattro commi.

Il primo stabilisce che "per le perdite emerse nell'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2020 non si applicano gli articoli 2446, secondo e terzo comma, 2447, 2482-*bis*, quarto, quinto e sesto comma, e 2482-*ter* c.c. e non opera la causa di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale di cui agli articoli 2484, 1° comma, n. 4), e 2545-*duodecies* del codice civile".

Il secondo prevede, invece, che "il termine entro il quale la perdita deve risultare diminuita a meno di un terzo stabilito dagli articoli 2446, secondo comma, e 2482-*bis*, quarto comma, del codice civile, è posticipato al quinto esercizio successivo; l'assemblea che approva il bilancio di tale esercizio deve ridurre il capitale in proporzione delle perdite accertate".

Per quanto riguarda il 3° comma, esso dispone che "nelle ipotesi previste dagli articoli 2447 o 2482-*ter* del codice civile l'assemblea convocata senza indugio dagli amministratori, in alternativa all'immediata riduzione del capitale e al contemporaneo aumento del medesimo a una cifra non inferiore al minimo legale, può deliberare di rinviare tali decisioni alla chiusura dell'esercizio di cui al 2° comma. L'assemblea che approva il bilancio di tale esercizio deve procedere alle deliberazioni di cui agli articoli 2447 o 2482-*ter* del codice civile. Fino alla data di tale assemblea non opera la causa di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale di cui agli articoli 2484, primo comma, numero 4), e 2545-*duodecies* del codice civile".

Infine, il quarto comma stabilisce che "le perdite di cui ai commi da 1 a 3 devono essere distintamente indicate nella nota integrativa con specificazione, in appositi prospetti, della loro origine nonché delle movimentazioni intervenute nell'esercizio".

Siffatto articolato, come anticipato, è stato oggetto di due diverse letture³⁵: la prima più restrittiva che assegna ai

quattro commi una portata unitaria; la seconda, più ampia, che invece individua nella disposizione più fattispecie.

Più precisamente, secondo la prima ricostruzione, quella peraltro più diffusa e, probabilmente destinata ad affermarsi nella prassi³⁶, il primo comma fisserebbe l'unica fattispecie disciplinata dalla norma ossia "le perdite emerse nell'esercizio in corso al 31 dicembre 2020", superiori ad un terzo del capitale sociale, disponendo per esse la sospensione dei relativi obblighi di riduzione e di ricapitalizzazione, mentre i successivi commi rinvierebbero di cinque esercizi i termini entro i quali tali obblighi devono essere comunque assolti.

In base alla seconda interpretazione, invece, solo il primo comma sarebbe riferito alle "perdite emerse nell'esercizio in corso al 31 dicembre 2020", con riferimento alle quali verrebbe accordata una disapplicazione a tempo indefinito degli obblighi di riduzione e di ricapitalizzazione. Il secondo e il terzo comma invece disciplinerebbero le perdite che, successivamente alla predetta data, anche per effetto di perdite cumulate (al netto di quelle emerse nell'esercizio in corso al 31 dicembre 2020), abbiano superato la soglia di un terzo del capitale sociale. Per tali perdite rimarrebbero fermi gli obblighi di riduzione nonché, in caso di erosione del minimo legale, quelli di ricapitalizzazione, seppur entrambi rinviati di cinque esercizi. Si tratterebbe in ogni caso di un regime temporaneo e non strutturale, nel senso che sarebbe destinato ad operare fino all'adozione di un nuovo provvedimento legislativo che ripristini (o riformi) le norme del codice civile, messe momentaneamente in stato di quiescenza, ma non abrogate³⁷. Così ricostruita, la portata dell'art. 6, D.L. n. 23/2020 rimarrebbe comunque coerente con la rubrica ("Disposizioni temporanee in materia di riduzione del capitale"), che quindi non deporrebbe in senso univoco verso la prima lettura e spiegherebbe anche il motivo per cui il legislatore non è intervenuto direttamente sulla disciplina del codice civile³⁸.

Una interpretazione ampia dell'art. 6, D.L. n. 23/2020 oltre a non essere smentita dagli argomenti a cui si è appena fatto cenno, sembra persino trovare conferma nell'analisi semantica della sua lettera.

A tal proposito, va detto che non è la prima volta che il legislatore ricorre al differimento degli obblighi di riduzione e ricapitalizzazione del capitale sociale, introducendo una deroga alle norme civilistiche sicché è proprio da un confronto fra la formulazione delle diverse fattispecie di deroga al regime della riduzione del capitale per perdite conosciute dal nostro ordinamento che si ritiene possano

³⁴ Per una sospensione limitata alle sole perdite dovute alla crisi pandemica si erano espressi in particolare: Abriani, Cavalluzzo, *Termini di ricapitalizzazione rinviabili fino a cinque anni*, in *Il Sole24ore*, 22 dicembre 2020, 33; Dimundo, *La "messa in quarantena"*, cit., Donati, *Le società senza patrimonio netto: riflessi concorsuali del nuovo art. 6, D.L. "liquidità"*, in *Fallimento*, 2021, 459 segg.; Ministero dello sviluppo economico, Circolare n. 29860 del 29 gennaio 2021.

L'estensione della sospensione a tutte le perdite emerse nel "periodo di grazia", invece, era stata sostenuta in particolare da: Rescio, *Tutte le perdite a dicembre 2020 soggette alla deroga del ripiano*, in *Il Sole24ore*, 3 marzo 2020; Irrera, Fregonara *La crisi d'impresa e la continuità*, cit., 31; Paolini, Garcea, *Riduzione del capitale sociale per perdite nella legislazione emergenziale*, cit., 1296 e Ventoruzzo, *Continuità aziendale, perdite*, cit., 533; Nello stesso senso si erano posti

anche Assonime, *Legge di bilancio 2021*, cit. e il Consiglio Notarile di Milano, nella Massima n. 191. Sull'illegittimità di azioni dilatorie messe in campo ad arte per far emergere la perdita durante il "periodo di grazia" v. Trib. Catania, 28 maggio 2020, in *www.eutekne.it*.

³⁵ Per i riferimenti v. *supra* note 31 e 32.

³⁶ Cfr. Massima n. 196 del Consiglio Notarile di Milano del 23 febbraio 2021 e Massime T.A.1-T.A.11 del Consiglio Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie nonché la Circolare Assonime n. 3 del 25 febbraio 2021.

³⁷ Cfr. Abriani, Buttigon, *La legge di bilancio*, cit., ove si precisa espressamente che i commi 2° e 3° dell'art. 6 d. liquidità "verrebbero a sostituire sino a nuovo intervento legislativo gli articoli del codice".

³⁸ Tali obiezioni sono state sollevate da Assonime, *La legge di bilancio 2021*, 6.

essere tratti utili spunti ricostruttivi della deroga “emergenziale”.

Un primo indice può essere ravvisato nelle leggi anch'esse emergenziali introdotte a fronte del terremoto dell'Emilia Romagna. Precisamente, il riferimento è all'art. 6-*octies*, D.L. 26 aprile 2013, n. 43, convertito in L. 24 giugno 2013, n. 71, rubricato “Perdite d'esercizio anno 2012” a norma del quale “A partire dalla data del 31 dicembre 2012, per le imprese che hanno sede o unità locali nel territorio dei comuni di cui all'articolo 1 del decreto-legge 6 giugno 2012, n. 74, convertito, con modificazioni, dalla L. 10 agosto 2012, n. 122, e di cui all'articolo 67-*septies* del decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83, convertito, con modificazioni, dalla legge 7 agosto 2012, n. 134, le perdite relative all'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2012 non rilevano, nell'esercizio nel quale si realizzano e nei quattro successivi, ai fini dell'applicazione degli articoli 2446, 2447, 2482-*bis*, 2482-*ter*, 2484 e 2545-*duodecies* del codice civile”³⁹.

Come si può notare, la norma accorda un regime agevolato con riferimento ad una specifica fattispecie di perdita, che viene individuata, in primo luogo, attraverso una chiara formulazione della rubrica (“Perdite d'esercizio anno 2012”) e, secondariamente, ponendo il *discrimen* sul momento in cui la perdita si è prodotta (“perdite relative all'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2012”), per le quali è espressamente stabilito che “non rilevano, nell'esercizio nel quale si realizzano e nei quattro successivi”⁴⁰.

Si tratta pressappoco della medesima tecnica legislativa utilizzata nel primo comma dell'art. 6, D.L. n. 23/2020, dove, analogamente, si pone l'accento sul periodo di emersione delle perdite (“perdite emerse nell'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2020”). Diversamente, nei commi successivi, e precisamente nei commi 2° e 3°, il legislatore nel prevedere il differimento dell'obbligo, rispettivamente, di riduzione e ricapitalizzazione, pone il *discrimen* sul termine entro il quale tali operazioni devono essere effettuate, replicando la stessa tecnica utilizzata, invece, nell'ambito della deroga posta a favore delle società innovative (art. 26, D.L. n. 179/2012) e di quella contenuta nell'art. 182-*sexies*, L. fall.

In virtù di questa differente tecnica, la perdita oggetto di differimento viene ad essere non quella superiore ad un terzo del capitale sociale prodottasi in un determinato esercizio bensì, più in generale, la perdita di bilancio che, anche per effetto di perdite cumulate pregresse, al netto delle riserve disponibili per la sua copertura, supera la predetta soglia⁴¹.

Questa eterogeneità nelle modalità con cui, nell'ambito dell'art. 6, D.L. n. 23/2020, da un comma all'altro, ci si riferisce alle perdite sembrerebbe deporre proprio nel senso della pluralità delle fattispecie oggetto di deroga.

Tale conclusione sembra altresì sorretta da due ulteriori indici, anch'essi riscontrabili nella lettera della norma in questione. In primo luogo, il 4° comma, nel disporre che “le perdite di cui ai commi da 1 a 3 devono essere distintamente indicate nella nota integrativa con specificazione, in appositi prospetti, della loro origine nonché delle movimentazioni intervenute nell'esercizio”, pare proprio alludere alla previsione di fattispecie diverse⁴². In secondo luogo, vi è il 3° comma che ribadisce l'inoperatività della causa di scioglimento *ex* artt. 2484, 1° comma, n. 4), e 2545-*duodecies*, c.c. già enunciata al primo comma, per cui se la nozione di perdita fosse unica, si tratterebbe di una inutile ripetizione. Infine, anche il fatto che la disposizione si articoli in tre commi porta a ritenere che le fattispecie disciplinate siano più d'una: a questo proposito si noti infatti che l'art. 6-*octies*, D.L. 26 aprile 2013, n. 43, più sopra riportato, per differire gli obblighi sia di riduzione, sia di ricapitalizzazione della medesima fattispecie di perdita ha utilizzato un solo comma.

Come si è cercato di dimostrare, una interpretazione ampia dell'art. 6, D.L. n. 23/2020 può dirsi sorretta da solidi argomenti letterali⁴³, tuttavia, essi da soli non possono essere considerati sufficienti al fine di assegnare la corretta portata sistematica alla norma. La questione, infatti, non è di poco momento e a ben vedere il nodo da sciogliere è al vertice e riguarda gli obiettivi perseguiti dalla disposizione sul piano della politica del diritto.

Più precisamente, si tratta di stabilire se il legislatore con l'introduzione dell'art. 6, D.L. n. 23/2020 abbia inteso limitarsi (quantomeno per il momento) ad un intervento puntuale sulle perdite emerse durante quello che è stato definito l'*annus horribilis* della pandemia⁴⁴ oppure se esso abbia ambito a creare un nuovo regime delle perdite, seppur temporaneo, capace di favorire il re-*start* delle imprese, nel solco del modello agevolativo già sperimentato per le società innovative.

L'impegnativa ripartenza che si pone davanti alle imprese lascerebbe auspicare che il legislatore abbia agito in questa seconda prospettiva. Se così fosse, per il periodo di durata del regime agevolato, la deroga accordata in via ordinaria alle società innovative verrebbe di fatto ad essere superata da quella emergenziale, venendosi così a configurare un quadro normativo capace di assicurare la parità di trattamento tra tutte le imprese. D'altro canto, nella situazione attuale, risulterebbe incoerente accordare un regime di maggior favore alle imprese innovative rispetto a quelle che non lo sono, posto che a queste ultime, per superare la crisi, viene chiesto proprio di investire in innovazione e dunque di mettersi al passo con le prime, che, a quanto consta, pare si siano mostrate più resilienti rispetto alla pandemia⁴⁵. In quest'ottica, come è stato efficacemente osservato, gioverebbe poter gestire la società “senza i bastoni fra le ruote degli obblighi di immediato adeguamento

³⁹ Per tale raffronto, già con riferimento al vecchio testo dell'art. 6 v. Paolini, Garcea, *Riduzione del capitale sociale*, cit., 1301.

⁴⁰ La deroga emergenziale in materia di perdite introdotta a seguito del terremoto dell'Emilia Romagna è richiamata in particolare da Paolini, Garcea, *Riduzione del capitale*, cit., 1301, nonché da Campobasso, *La riduzione*, cit., 299 e da Ferri jr. *La sospensione*, cit., 6.

⁴¹ Sulla differenza fra “perdita di esercizio” e “perdita di bilancio” si veda Stanghellini, *Art. 2446, cit.*, 2715.

⁴² Lo rilevano Abriani, Buttignon, *La legge di bilancio 2021*, cit.

⁴³ Una lettura estensiva del nuovo art. 6 d. liquidità è considerata maggiormente plausibile da un punto di vista strettamente letterale anche da Paolini, *La nuova sospensione 5*, il quale tuttavia, per ragioni di ordine sistematico, propende però per una lettura restrittiva.

⁴⁴ Così Abriani, Buttignon, *La legge di bilancio 2021*, cit.

⁴⁵ Tanto emerge dalla Relazione annuale al Parlamento *sullo stato di attuazione e l'impatto delle policy a sostegno di Startup e PMI*

del capitale nominale e soprattutto senza la spada di Damocle delle responsabilità per gestione non meramente conservativa, che tarperebbe le ali alle scelte più coraggiose e innovative che questa fase di *disruption* potrebbe imporre per la sopravvivenza di molte realtà aziendali⁴⁶.

Inoltre, su un piano più strettamente applicativo, aderendo alla tesi più ampia ne risulterebbero attenuati i dubbi ermeneutici in ordine al perimetro delle perdite oggetto di agevolazione⁴⁷.

Come si è più sopra ricordato, uno dei motivi che ha spinto il legislatore a riscrivere l'art. 6 d. liquidità è stato proprio quello di fare chiarezza sulla nozione di perdita. Nella versione originaria si faceva riferimento alle "fattispecie *verificatesi* nel corso degli esercizi chiusi entro il 31 dicembre 2020" sicché, come già riferito, essenzialmente, il dubbio che si poneva era se la sospensione degli obblighi di adeguamento del capitale riguardassero le sole perdite prodottesi nel corso del 2020 oppure anche quelle portate a nuovo dal 2019⁴⁸. Sulla questione, prevaleva la seconda opinione, sulla base del rilievo che, diversamente, le società si sarebbero trovate a dover effettuare una ricapitalizzazione in piena fase di emergenza sanitaria. Si rilevava (e si continua a rilevare) che l'intento del legislatore non era solo quello di sterilizzare gli effetti giuridici delle perdite manifestatesi nel momento della crisi ma anche quello di ovviare alle difficoltà che avrebbero riscontrato le imprese a reperire sul mercato mezzi di finanziamento aggiuntivi⁴⁹.

Senonché, nella versione attuale, il legislatore, come si diceva, nell'ottica di fare chiarezza, è passato ad utilizzare l'espressione meno ambigua di "perdite emerse nell'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2020" a fronte della quale, benché si sia tentato di farlo⁵⁰, appare più arduo sostenere che essa ricomprenda anche le perdite pregresse⁵¹, per le quali dunque, qualora si propendesse per la tesi restrittiva, si verificherebbe una reviviscenza, essendosi per esse ormai esaurito l'effetto sospensivo garantito fino al 31

dicembre 2020 dalla prima versione dell'art. 6 d. liquidità⁵².

Aderendo alla tesi più ampia, invece, si creerebbero due binari e un regime modulato: uno per le perdite d'esercizio risultanti dal bilancio del periodo amministrativo che ricomprenda la data del 31 dicembre 2020, le quali sarebbero sterilizzate a tempo indefinito; l'altro per le perdite, anche cumulate da esercizi precedenti, risultanti dai bilanci successivi, che invece godrebbero di un mero differimento. Così procedendo, peraltro, senza che il legislatore adotti un nuovo provvedimento, verrebbero a godere di un regime agevolato anche le perdite subite a fronte del *lockdown* dei primi mesi del 2021.

Tuttavia non può sottacersi che aderendo alla lettura più ampia della norma in questione ne deriverebbe che a molte società, per un tempo indefinito, sarebbe consentito di operare sul mercato con un patrimonio netto negativo⁵³. Inoltre, come è stato osservato "consentendo il rinvio di cinque anni per ogni fattispecie, non sarebbe agevole la ricostruzione della disciplina applicabile alle ulteriori perdite maturate nel quinquennio; sia infine, in quanto la sterilizzazione delle perdite, insieme al rinvio quinquennale per ulteriori perdite successivamente prodotte, configura un cumulo di tutele, forse eccessivo"⁵⁴.

Società innovative: deroga ordinaria verso deroga "emergenziale"

Come già anticipato, con riferimento al trattamento delle perdite superiori ad un terzo del capitale sociale, per le *start up* e PMI innovative è in atto, seppur temporaneamente, una interferenza della deroga "emergenziale" rispetto a quella "ordinaria".

La misura di tale interferenza risulta controversa perché è speculare alla ancora dibattuta lettura – ristretta o ampia – che è possibile assegnare alla deroga "emergenziale".

innovative, 2020, predisposta dal Ministero dello Sviluppo Economico, disponibile su www.mise.gov.it, i cui dati sul *trend* di crescita delle imprese innovative anche in concomitanza della crisi sanitaria risultano confermati da un recente *report* elaborato da Anitec-Assinform, (l'Associazione di Confindustria che raggruppa le principali aziende dell'Ict e Infocamere, la società delle Camere di Commercio italiane per l'innovazione digitale), dal titolo *Start up e PMI innovative ICT: trend demografici e performance. Report di monitoraggio*, maggio 2021, disponibile su <https://www.anitec-assinform.it/comunicati-stampa/la-pandemia-non-ferma-la-crescita-delle-nuove-startup-e-delle-pmi-innovative-del-settore-ict.kl>. Sul ruolo chiave dell'innovazione per superare la crisi innescata dall'emergenza sanitaria, v., tra gli altri, Spiotta, *Dalle start up alle P.M.I. innovative: l'evoluzione del quadro normativo*, in *Start up e P.M.I. innovative*, cit., 31 segg.

⁴⁶ Propendono per una gestione prudente della società con patrimonio netto negativo D'Atorre, *Disposizioni temporanee*, cit., 601 e Musardo, *La gestione delle società*, cit. 13.

⁴⁷ Per una dettagliata ricostruzione delle perdite oggetto di agevolazione si rinvia a Campobasso, *La riduzione*, 301 segg.

⁴⁸ Per i riferimenti alle due diverse impostazioni v. *supra* nota 35.

⁴⁹ Così in particolare Assonime, *Legge di bilancio*, cit., 9.

⁵⁰ Cfr. Assonime, *Legge di bilancio*, cit., 8; Consiglio Notarile di Milano, Massima 196 del 23 febbraio 2021, ove si prevede che "Per 'perdite emerse nell'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2020', ai sensi dell'art. 6, comma 1, d.l. 23/2020 (convertito con l. 40/2020), come modificato dall'art. 1, comma 266 della l. 178/2020, si devono intendere tutte le perdite risultanti dal bilancio di esercizio o da una situazione patrimoniale infra-annuale riferiti a esercizi o frazioni di esercizi in corso alla data del 31 dicembre 2020, a prescindere da quale

sia l'esercizio in cui le perdite si siano prodotte". In dottrina v. Marchetti, Ventrone, *Rischio imprese zombie. Non basta l'emergenza*, in *Corriere della sera, Economia*, 1° gennaio 2021, 15; Marchetti, *Nuovi sviluppi*, cit., 215 e Busani, *Quinquennio di garanzia per le perdite emerse nel 2020*, in *Società*, 2/2021, 208.

⁵¹ Cfr. il parere del Ministero dello Sviluppo Economico, Lettera circolare n. 26890 del 29 gennaio 2021 ove si afferma che la nuova formulazione dell'art. 6 chiarisce che "oggetto della norma sono solo le perdite emerse nell'esercizio 2020 (o negli esercizi non solari ricomprendenti la data del 31 dicembre 2020). Sembra da escludersi, pertanto, che la disposizione possa riguardare perdite relative ad esercizi precedenti". Nello stesso senso anche gli orientamenti societari del Comitato dei notai del Triveneto. Nello specifico nella Massima T.A.1 si afferma che "Nella sua prima versione l'art. 6, D.L. n. 23/2020 prendeva in considerazione le 'perdite di capitale', ossia le perdite emerse in qualunque epoca che non essendo assorbite da riserve incidavano sul capitale nominale. Il suo criterio di attivazione era dunque 'patrimoniale'. Nella sua nuova versione detta disposizione prende invece in considerazione le 'perdite di esercizio', ossia il risultato economico negativo di un singolo esercizio sociale (quello ritenuto 'anomalo' a causa dell'emergenza Covid), al lordo di eventuali riserve in grado di compensarlo o ridurlo. Il nuovo criterio di attivazione della norma è dunque 'economico' e non più 'patrimoniale'". Campobasso, *La riduzione*, cit.

⁵² Lo rilevano Abriani, Buttigog, *La legge di bilancio*, cit.

⁵³ Rilevano questa criticità Marchetti, *Nuovi sviluppi*, cit., 215 e Paolini, *La nuova sospensione*, cit., 5.

⁵⁴ Paolini, *La nuova sospensione*, cit., 6.

Nel primo caso (lettura ristretta), la sovrapposizione fra le due deroghe sarebbe limitata alle “perdite emerse nell’esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2020”; nel secondo caso (lettura ampia), invece, essa avrebbe una proiezione temporale al momento indefinita. In ogni caso, tanto la deroga ordinaria quanto quella emergenziale accordano una mera facoltà, per cui esse non soppiantano il regime civilistico di trattamento delle perdite rilevanti, né si escludono a vicenda. In altre parole, i tre diversi regimi, essendo alternativi, si pongono fra di loro in rapporto di concorrenza.

In definitiva, le *start up* e PMI innovative, ai fini del trattamento delle perdite, allo stato attuale, possono alternativamente optare per tre regimi: quello civilistico, quello ordinario e quello emergenziale.

Criticità e prospettive

Secondo quanto emerso nel paragrafo precedente, il legislatore, nel tentativo di risolvere i problemi interpretativi e applicativi posti dall’originario art. 6 d. liquidità ne ha sollevati di nuovi, peraltro di rilievo sistematico. Inoltre, la deroga “emergenziale” essendo disegnata sul modello di quella “ordinaria” valevole per le imprese innovative pone il rischio di propagarne le criticità evidenziate in precedenza su più larga scala.

Allo stesso tempo, però, proprio grazie alla contingenza della crisi sanitaria e della deroga emergenziale potrebbero tornare in considerazione quei problemi sollevati con riferimento alle deroghe introdotte originariamente per le sole società innovative, rimasti finora un po’ in ombra e dunque mai risolti.

Anzitutto, permangono le perplessità circa l’opportunità di differire la riduzione del capitale sociale per perdite superiori ad un terzo del capitale quando questo rimanga in ogni caso sopra la soglia del minimo legale⁵⁵. Come più sopra rilevato, in questo caso la riduzione è posta a beneficio dei creditori che vengono così informati circa il fatto che la società ha subito perdite rilevanti, senza che tuttavia venga imposto ai soci di ricapitalizzare la società. L’unica opportunità offerta dalla dilazione sembra ravvisabile nella possibilità di aumentare il capitale sociale senza dover previamente coprire la perdita⁵⁶, peraltro con le maggioranze semplificate introdotte dall’art. 44, D.L. 16 luglio 2020, n. 76⁵⁷. Forse più utile della dilazione sarebbe stata la sterilizzazione delle “perdite emerse nell’esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2020” ai fini del computo del limite per l’emissione delle obbligazioni di cui all’art. 2412 c.c., ampliando così le opportunità di finanziamento delle S.p.A.

Un altro profilo critico è rappresentato dal fatto che in caso di perdita integrale del capitale sociale o addirittura di

patrimonio netto negativo è consentito di proseguire l’attività “in autonomia” ossia senza alcuna forma di “vigilanza”, come invece avviene in caso di sospensione dell’applicazione delle norme in tema di riduzione del capitale per perdite oltre il terzo e sotto il minimo *ex art. 182-sexies* L. fall., dove, benché la sospensione sia accordata per un periodo circoscritto di tempo – quello che va dal deposito della domanda per l’ammissione al concordato preventivo o per l’omologazione dell’accordo di ristrutturazione o della proposta di accordo sino all’omologazione – la gestione della società durante la procedura è soggetta alle regole enunciate dall’art. 167 L. fall., per cui il debitore conserva sì l’amministrazione dei suoi beni e l’esercizio dell’impresa, ma sotto la vigilanza del commissario giudiziale ed inoltre gli atti di straordinaria amministrazione debbono essere autorizzati dal Giudice delegato.

Questa differenza di disciplina, rimarcata fin da subito con riferimento alle società innovative⁵⁸, è stata successivamente ribadita anche rispetto all’originario art. 6 d. liquidità, sollevando la questione della tutela dei creditori⁵⁹ e che torna a riproporsi anche dopo la riformulazione della norma. Questo problema, se prima era confinato alle imprese innovative – verso le quali, per un verso, si nutrono ottimistiche prospettive di successo dell’iniziativa imprenditoriale; per altro verso, godono ordinariamente di un solo esercizio per riportare il capitale sociale almeno fino alla soglia del minimo legale – ora ha assunto una portata progressivamente più ampia sia in termini soggettivi, sia di proiezione temporale: adesso infatti esso riguarda i creditori di un elevato numero di società (innovative e non) in perdita a causa dell’emergenza sanitaria, per le quali i termini entro cui è obbligatorio effettuare la ricapitalizzazione sono stati differiti di ben cinque esercizi.

Escludendo che (soprattutto in questo momento) lo scioglimento della società e la conseguente messa in liquidazione del suo patrimonio sia lo strumento più adeguato per tutelare i creditori⁶⁰, resta da verificare come potrebbe articolarsi la gestione in presenza di un patrimonio netto azzerato o addirittura negativo, mantenendo un sufficiente livello di tutela dei creditori e degli altri *stakeholders*.

Il tema è di estrema complessità e rilevanza e non sono mancate di arrivare già delle proposte, le quali, per coerenza di sistema, potrebbero tradursi anche in un ammodernamento della disciplina delle società innovative.

Per esempio, è stato suggerito di introdurre una procedura in cui il passaggio fondamentale è rappresentato da un piano redatto dagli amministratori che illustri le modalità con cui si intende superare la condizione di negatività del capitale⁶¹, da sottoporre eventualmente ad un obbligo di

⁵⁵ Cfr. Fortunato, *Continuità aziendale, bilanci e crisi da pandemia*, in *Giur. Comm.*, 2021, I, 35.

⁵⁶ Cfr. Massima n. 196 del Consiglio Notarile di Milano ove si afferma la legittimità di “deliberazioni di aumento di capitale a pagamento che non siano precedute dalla riduzione del capitale sociale a copertura delle perdite risultanti dal bilancio di esercizio o da una situazione patrimoniale infra-annuale riferiti a esercizi o frazioni di esercizi in corso alla data del 31 dicembre 2020”. Sulla stessa posizione anche Comitato notarile del Triveneto, Orientamento T.A.10 del 12 aprile 2021.

⁵⁷ Sull’argomento: Spolidoro, *Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza*, in *Riv.*

Società, 2020, 406 segg. e Marchetti, *Provvedimenti emergenziali (c.d. decreto “Semplificazioni”) ed aumento di capitale*, in *Riv. Società*, 2020, 1165 segg.

⁵⁸ Si vedano in particolare Cagnasso, *Le nuove srl*, cit., 67 e Trimarchi, *La riduzione per perdite*, cit., 729.

⁵⁹ V. in particolare Galletti, *Il diritto della crisi sospeso e la legislazione concorsuale in tempo di guerra*, in *www.ilfallimentaristi.it*, 2020, 3 e Musardo, *La gestione delle società di capitali con patrimonio netto negativo ai tempi del Covid-19*, in *www.ilcaso.it*, 19 maggio 2020.

⁶⁰ Lo sottolinea bene Trimarchi, *La riduzione per perdite*, cit., 728.

⁶¹ Abriani, Buttigton, *La legge di bilancio*, cit. Sulla necessità di predisporre un piano strategico v. anche Musardo, *La gestione delle*

attestazione da parte di un perito e in ogni caso da condividere con i creditori.

Nella stessa prospettiva, è stata anche immaginata una sorta di conversione dell'obbligo di patrimonializzazione in rischio di perdita che, per questa via, potrebbe essere trasferito sul mercato assicurativo⁶².

La prima proposta è meno eversiva, inoltre, la procedura delineata potrebbe ritenersi, seppur solo in parte, già implicita nel sistema. L'obbligo a carico degli amministratori di predisporre un piano per monitorare e gestire la perdita nell'ottica di un suo ripianamento, infatti, pare possa essere fondato, da un lato, sul più generale obbligo di conformarsi a principi di corretta gestione (art. 2403 c.c.)⁶³, dall'altro, sembra desumibile dallo stesso 4° comma, dell'art. 6 d. liquidità a norma del quale le perdite "devono essere distintamente indicate nella nota integrativa con specificazione, in appositi prospetti, della loro origine nonché delle movimentazioni intervenute nell'esercizio". Si tratta di una previsione che manca nell'ambito della disciplina delle società innovative ma che ad esse parrebbe opportuno estendere per coerenza sistematica.

Al di là di queste proposte interessanti e a tratti anche suggestive, ci si chiede però se, in attesa di un ammodernamento del sistema (processo che necessita di meditazione e dunque di tempi lunghi), non sia possibile prendere in considerazione soluzioni capaci, in questo momento storico, di rassicurare creditori e *stakeholders* esterni sul fatto che la società, nonostante presenti un patrimonio netto contabile azzerato o addirittura negativo, abbia invece un valore economico positivo. Del resto, è questa l'ipotesi sulla base della quale viene accordato il differimento delle perdite. Tanto considerato, nell'ottica di superare la diffidenza e l'incertezza dei creditori e dei terzi circa la validità di questa ipotesi nei singoli casi specifici, che potrebbero anche comportare il rischio di un aumento dei costi di finanziamento, ci si domanda se, in via emergenziale, non si possa far ricorso ad una relazione di stima, sul modello di quella richiesta dall'art. 2500-ter, 2° comma, c.c. ai fini della c.d. trasformazione progressiva, in virtù della quale il capitale della società può essere determinato "sulla base dei valori attuali degli elementi dell'attivo e del passivo".

Per vero, l'art. 110, D.L. 14 agosto 2020, n. 104 (c.d.

decreto agosto) già prevede la rivalutazione dei beni d'impresa e delle partecipazioni⁶⁴, ma tale operazione non può considerarsi equivalente a quella effettuata nella trasformazione progressiva e questo sotto diversi profili.

In primo luogo, essa ha ad oggetto singoli beni che già risultano iscritti in bilancio e non il patrimonio della società nel suo complesso, che invece potrebbe nascondere degli *intangibile* così come delle minusvalenze; secondariamente, i plusvalori non sono imputati ad aumento del capitale sociale, ma ad una riserva di rivalutazione che però è considerata disponibile per la copertura di perdite; infine, aspetto molto rilevante, non è richiesto che la valutazione sia effettuata da un perito esterno.

La verifica del valore del patrimonio attraverso una perizia di stima potrebbe consentire la selezione delle società che hanno effettivamente un valore positivo intrinseco, superando così le numerose critiche, non solo verso l'art. 6, ma anche verso l'art. 7 d. liquidità, che, prevedendo la possibilità di redigere il bilancio in un'ottica di continuità riscontrata retrospettivamente e non prospetticamente⁶⁵, si ritiene che consenta a imprese c.d. zombie di rimanere sul mercato.

Fuori dalla fase emergenziale, ci si chiede inoltre se la possibilità di sottoporre a valutazione il patrimonio della società non possa essere riconosciuta a tutte le *start up* innovative allo scadere dei cinque anni allo scopo di far emergere i valori *intangibile* nel frattempo creati⁶⁶.

Allo stato attuale, nelle more di un ammodernamento della disciplina, ci sembra che a fronte delle deroghe al regime civilistico di trattamento delle perdite rilevanti, la tutela dei creditori resti affidata agli amministratori che devono compiere un attento monitoraggio dei rischi di liquidità e solvibilità al fine di verificare la sussistenza dell'equilibrio e della continuità dell'esercizio⁶⁷. Qualora vengano riscontrati simili rischi, gli amministratori, al di là dell'applicazione delle regole sul capitale, debbono adottare, in ossequio ai principi di corretta amministrazione, gli opportuni rimedi. Potrà in particolare venire in considerazione la causa di scioglimento del rapporto sociale per impossibilità sopravvenuta di conseguire l'oggetto sociale o meglio lo scopo sociale, con il conseguente passaggio ad una gestione di tipo conservativo.

società di capitali, cit., 17.

⁶² Per queste interessanti suggestioni si veda Latella, *L'eclissi del capitale sociale ai tempi del covid-19*, 2021, in *Diritto ed economia dell'impresa*, f. 4, 2020.

⁶³ Con riferimento alle imprese innovative, sul punto è stato affermato che "in assenza di obblighi a carico dei soci in ordine all'adozione di opportuni provvedimenti idonei a ripianare la perdita e a ripristinare il capitale sociale pur nella sua nuova inconsistente soglia minima non può fare a meno di considerarsi che l'utilizzo del rinvio senza una prospettiva di soluzione della "crisi" coerente con la diligenza di un organo amministrativo e di controllo particolarmente compiacenti alle indicazioni della maggioranza più incline ad "abusare" del proprio diritto alla proroga che ad utilizzare un significativo e delicato strumento approntato non senza incertezze dal legislatore con finalità di "rilancio" dell'attività dell'impresa stessa", così Trimarchi, *La riduzione per perdite*, cit. 729.

⁶⁴ Sul tema v. Fondazione nazionale dei dottori commercialisti, *La sospensione degli ammortamenti ai sensi del decreto "agosto" e la disciplina delle perdite ai sensi del decreto "liquidità"*, Documento di ricerca a cura di Marcello-Bauco-Lucido-Pozzoli, 17 marzo 2021.

⁶⁵ Sul tema si rinvia a Di Sarli, *I principi transitori di redazione del bilancio ai tempi del Coronavirus: tra vecchie interpretazioni e nuovi*

chiarimenti dopo il Decreto Rilancio, in *Riv. Dir. Banc.*, 2020, 813 segg.; Fortunato, *Continuità aziendale*, cit.; Strampelli, *La preservazione*, cit.

⁶⁶ La necessità fornire informazioni circa i valori *intangibile* di una impresa prodotti internamente è testimoniata dalla recente proposta di Direttiva adottata dalla Commissione europea in materia di *corporate sustainability reporting*, che tra i profili di maggiore rilievo in ordine al contenuto del rapporto di sostenibilità è da annoverare proprio l'obbligo di rendere informazioni sugli *intangibile* prodotti internamente, anche per quel che riguarda il capitale intellettuale, umano, sociale e relazionale. Si tratta, infatti, di valori direttamente influenzati dalle strategie di sostenibilità e che non risultano dal bilancio d'esercizio, ma che non di meno consentono agli investitori di apprezzare la capacità dell'impresa di creare valore nel tempo, cfr. *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/34/EU, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Regulation (EU) No 537/2014, as regards corporate sustainability reporting COM/2021/189 final*.

⁶⁷ Si vedano in particolare Cagnasso, *Note in tema di start up*, 7; Montagnani, *Disciplina della riduzione*, cit., 761 e Strampelli, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. Società*, 2012, 605 segg.

Con riferimento ad una siffatta situazione, nel contesto della deroga ordinaria accordata alle *start up* innovative, era stata avanzata “l’ipotesi di scioglimento del rapporto sociale per la sopravvenuta *antieconomicità* dell’esercizio dell’attività sociale. In questo caso non sopravvivono circostanze esterne alla società che rendano impossibile l’esercizio dell’attività comune, né circostanze interne che facciano venir meno i presupposti personali o patrimoniali – finanziari necessari per la continuazione dell’attività economica. Nel caso in esame sopravvivono circostanze che incidono non sulla possibilità di esercitare l’attività, ma sulla possibilità di conseguire il risultato a cui è diretto l’esercizio dell’attività comune.

La conclusione risulta avvalorata, nel contesto della disciplina societaria, dalla stessa rilevanza esterna del modello organizzativo. In altre parole, la riconduzione dell’*antieconomicità* della gestione alle ipotesi di scioglimento del rapporto sociale trova giustificazione non solo nell’ottica interna, degli interessi dei soci, ma anche nell’ottica esterna, degli interessi, in particolare, dei creditori. Come si è già osservato, i soci pongono in essere il modello organizzativo societario per conseguire uno scopo lucrativo: quando lo scopo non può essere perseguito – o perché non può essere attuata l’attività strumentale a raggiungere tale obiettivo, o perché l’attività non può conseguire il risultato – il rapporto sociale si scioglie. Nell’ottica dei rapporti esterni, l’esercizio di un’attività stabilmente ed irreversibilmente destinata a produrre perdite non può che pregiudicare gli interessi dei creditori stessi”⁶⁸.

L’esonero delle *start up* innovative dalla soggezione a procedure concorsuali diverse dal sovraindebitamento

Le *start up* innovative sono escluse *ex lege* dalle procedure concorsuali c.d. maggiori e in particolare dal fallimento. L’art. 31, 1° comma, D.L. n. 179/2012 infatti stabilisce che esse non sono soggette a procedure concorsuali diverse da quelle previste dal capo II della L. 27 gennaio 2012, n. 3, recentemente modificata dalla L. 18 dicembre 2020, n. 176, di conversione del D.L. 28 ottobre 2020, n. 137⁶⁹. In altre parole, con riferimento alle *start up* innovative, trovano applicazione le procedure da sovraindebitamento e, precisamente, nell’ambito di queste: l’accordo di composizione

e gestione della crisi (artt. 6 e segg.) e la procedura di liquidazione dei beni (art. 14-ter).

Il quadro normativo descritto pareva destinato a rimanere applicabile ancora per poco e precisamente solo sino al 1° settembre 2021, dopodiché sarebbe dovuto entrare in vigore il Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza e con esso il nuovo concordato minore (artt. 74-83, ccii) e la liquidazione controllata (artt. 268-277, ccii) che avrebbero dovuto sostituire, – per le imprese minori (ovvero quelle prive dei requisiti di fallibilità) e per le *start up* innovative – l’accordo di composizione e gestione della crisi e la procedura di liquidazione dei beni⁷⁰. Invece, tutto ha subito un ulteriore slittamento⁷¹: l’art. 1, D.L. 24 agosto 2021, n. 118, infatti, ha disposto alla lett. a) un nuovo rinvio dell’entrata in vigore del Codice della crisi, questa volta fissata al 16 maggio 2022, precisando alla lett. b) che l’entrata in vigore delle procedure di allerta e di composizione della crisi, disciplinate nel titolo II, parte prima del medesimo Codice è ulteriormente differita, essendo rinviata al 31 dicembre 2023⁷².

La ratio

Le ragioni che hanno spinto il legislatore a sottrarre le *start up* dal fallimento per assoggettarle alle procedure da sovraindebitamento sono illustrate nella Relazione illustrativa al D.L. n. 179/2012, *sub* art. 31 e riguardano, per un verso, “l’elevato rischio economico assunto da chi decide di fare impresa investendo in attività ad alto livello di innovazione” e, per altro verso, l’esigenza di “indurre l’imprenditore a prendere atto il prima possibile del fallimento del programma posto alla base dell’iniziativa, posto l’elevato tasso di mortalità fisiologica della *start up*”. Nella medesima Relazione si legge altresì che l’assoggettamento alla procedura semplificata dovrebbe contribuire ad incoraggiare l’avviamento di nuove imprese, così come a cambiare la cultura prevalente che vede ancora nella mancata realizzazione di un’idea di *business* un fallimento e non un accumulo di esperienza, ricordando che, a livello europeo, ci si riferisce ai “fallimenti onesti” delle imprese in crisi quali fenomeni fisiologici di un mercato dinamico⁷³.

Si tratta di una agevolazione che, diversamente da quella applicabile in caso di perdita rilevante del capitale sociale, è riservata alle sole *start up*, nel senso che non è stata estesa

⁶⁸ Così Cagnasso, *Note in tema di start up*, 7.

⁶⁹ Sulle modifiche apportate alla disciplina del sovraindebitamento dal D.L. n. 137/2020 si vedano in particolare: AA.VV., *Sovraindebitamento del consumatore e crisi d’impresa*, a cura di Cracolici, Curletti, Tedeschi, Milano, 2021 e Zanichelli, *Il corposo restyling della legge sul sovraindebitamento*, in *Fallimento*, 2021, 441 segg.

⁷⁰ Le nuove procedure, rispetto a quelle attualmente in vigore, presentano alcune differenze operative la cui illustrazione esula dal campo di indagine del presente lavoro. Per un loro esame si rinvia a: Benincasa, *Le procedure in casi di sovraindebitamento ai sensi dell’art. 2, 1° comma, lett. c)*, in *Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza*, a cura di Guido Bonfante, in *Giur. It.*, 2019, 2838 segg.; Lolli, Paolucci, *Procedure di composizione della crisi da sovraindebitamento*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2020, 936; Pellicchia, *La definizione di sovraindebitamento nel codice della crisi e dell’insolvenza: cosa resta e cosa cambia*, in *Leggi Civ. Comm.*, 2019, 1134 segg. Si veda anche la *Tavola sinottica di raffronto fra il testo previgente della l. 27 gennaio 2012, n. 3, e le modifiche a questo apportate dalla l. 18 dicembre 2020, n. 176, in sede di conversione del d.l. 28 ottobre 2020, n. 137* (pub-

blicata in *Gazzetta Ufficiale del 24 dicembre 2020, n. 319, suppl. ord. n. 43, ed entrata in vigore il giorno successivo*), *Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza e decreto correttivo* (d.lgs. 26 ottobre 2020, n. 147) di Stefano A. Cerrato, Maria Di Sarli e Giulia Garesio disponibile su <http://www.centrocristi.it/wp-content/uploads/2021/01/Tavola-sinottica-modifiche-sovraindebitamento.pdf>.

⁷¹ Come si ricorderà, un primo differimento era stato disposto dall’art. 5 del Decreto liquidità, che aveva fatto slittare dal 15 agosto 2020 al 1° settembre 2021 l’entrata in vigore del Codice della crisi, su cui v. Ambrosini, *La “falsa partenza” del codice della crisi, le novità del decreto liquidità e il tema dell’insolvenza incolpevole*, in *Il caso.it*, 21 aprile 2020.

⁷² Sull’argomento, si rinvia, anche per ulteriori riferimenti a Pacchi, *Le misure urgenti in materia di crisi d’impresa e di risanamento aziendale (ovvero: i cambi di cultura sono sempre difficili)*, in *Il caso.it*, 9 agosto 2021.

⁷³ Sulla *ratio* dell’esonero dal fallimento si rinvia per più ampie considerazioni a Fregonara, *La start up innovativa*, cit., 63 e segg.

anche alle PMI innovative. Il motivo dell'esenzione dal fallimento, quindi, non pare tanto da ricondurre alla particolare attività esercitata quanto alla volontà politico-legislativa di incentivare l'avvio nonché il riavvio di tali imprese⁷⁴. Le procedure da sovraindebitamento, infatti, consentono allo *startupper* il c.d. *fresh start*, ossia la possibilità, attraverso accordi di ristrutturazione e composizione dei debiti, di ripartire con un nuovo progetto oppure di effettuare una liquidazione veloce senza conseguenze penalizzanti anche per quel che riguarda il profilo reputazionale⁷⁵.

I presupposti

La possibilità di fruire dell'esenzione dalle procedure concorsuali ordinarie soggiace ad un duplice presupposto: la società, infatti, sul piano sostanziale, deve possedere i noti requisiti per essere connotata come *start up* innovativa (art. 25, 2° comma, D.L. n. 179/2012)⁷⁶; mentre su quello strettamente formale deve risultare iscritta nella apposita sezione speciale istituita presso il registro delle imprese (art. 25, 8° comma, D.L. n. 179/2012). Tanto considerato, posto che è onere della società dimostrare, in via d'eccezione, la propria condizione di soggetto non fallibile⁷⁷, è da ritenere che tale onere non possa dirsi assolto dalla mera allegazione dell'iscrizione della società nell'apposita sezione del registro imprese, ma occorra dimostrare altresì l'effettiva sussistenza dei requisiti di legge idonei a qualificarla come *start up* innovativa. L'iscrizione nella sezione speciale, infatti, è considerata condizione necessaria, ma non sufficiente ai fini dell'esonero dal fallimento⁷⁸, dal momento che essa viene effettuata sulla base di una autocertificazione resa dal legale rappresentante della società, con cui si attesta la "sussistenza dei requisiti per l'identificazione della *start up* innovativa", rispetto alla quale, però, l'ufficio del registro non effettua alcuna valutazione di merito, limitan-

dosi a verificare la "regolarità formale della documentazione presentata"⁷⁹.

Atteso, quindi, che l'imprenditore non può avvalersi dello strumento delle dichiarazioni e delle autocertificazioni per sottrarsi alle procedure concorsuali senza che sia stata verificata l'effettività dei presupposti di esenzione, "ne deriva che il certificato camerale non esaurisce l'iniziativa probatoria di parte. Questa però è comunque integrabile dagli ampi poteri di indagine a disposizione del Tribunale che dichiara il fallimento qualora la sussistenza dei requisiti per sottrarsi non risulti né dalle prove offerte dalla società resistente, né dagli elementi acquisiti dall'ufficio"⁸⁰.

Ed in effetti "il giudice, in presenza di una domanda di fallimento di una *start up* innovativa, può, in sede prefallimentare, disporre l'accertamento dell'esistenza dei requisiti di legge per l'attribuzione di tale qualifica"⁸¹, che solo ove confermata è idonea ad escludere l'assoggettabilità a fallimento dell'impresa⁸².

Un'esenzione a tempo: criticità

Come più sopra sottolineato, quella della sottrazione dalle procedure concorsuali maggiori è un'agevolazione prevista solamente a favore delle *start up* e non anche delle PMI innovative, si tratta dunque di un "paracadute" messo a disposizione delle imprese innovative limitatamente alla fase di avvio della loro attività. La circostanza che l'esenzione abbia una durata temporale limitata pone qualche criticità sul piano applicativo.

Essenzialmente, le principali questioni che si sono poste hanno riguardato la corretta individuazione dei termini iniziale a finale del quinquennio agevolato nonché il concorso delle procedure di sovraindebitamento con altre procedure allo scadere del quinquennio o comunque al verificarsi della perdita dei requisiti necessari per mantenere la qualificazione di società "innovativa"⁸³. In merito, le soluzioni a

⁷⁴ In ragione di questo scopo, in una recente pronuncia (App. Brescia, 25 gennaio 2021, n. 55) è stata esclusa l'esenzione dal fallimento di una *start up* innovativa in stato di liquidazione. Più precisamente, il giudice, muovendo dalla considerazione che le misure adottate dal legislatore "mirano a promuovere la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico, l'occupazione (in particolare giovanile), l'aggregazione di un ecosistema animato da una nuova cultura imprenditoriale votata all'innovazione, nonché a favorire una maggiore mobilità sociale..." ha affermato che "la *start up* per perseguire tali obiettivi e, quindi, per essere iscritta nella sezione speciale e beneficiare della disciplina di speciale favore riservata dal legislatore deve perciò essere attiva". In altre parole, lo stato di *going concern* è stato elevato a requisito sostanziale per la permanenza della società nella apposita sezione speciale e per l'accesso ai benefici della disciplina speciale. Per alcune considerazioni critiche in ordine a questa posizione, v. Marzo, *La problematica esenzione dal fallimento della start-up innovativa*, in *Il fallimentarista*, 31 maggio 2021.

⁷⁵ Così Fregonara, *Start up innovativa*, in questa *Rivista.*, 2020, 2182.

⁷⁶ Per una illustrazione dei requisiti richiesti per la qualificazione di una società come *start up* innovativa v. la prima parte della presente dottrina: Cagnasso, *Società innovative oggi e domani*, in questa *Rivista*. Per un'analisi più ampia si rinvia a Garesio, *Le fattispecie*, in *Start up e P.M.I. innovativa*, cit., 51 e segg.

⁷⁷ Cfr. Corte cost., 1° luglio 2019, n. 198, in *Giur. Cost.*, 2009, 2295. In dottrina, il principio è affermato da Cagnasso, *Start up innovative e fallimento*, in questa *Rivista*, 2019, 5, 1123.

⁷⁸ Tanto è stato affermato da Trib. Udine, 22 maggio 2018 in *Dir. Fall.*, 2018, II, 773 e segg. con nota di Depretis e in *Fallimento*, 2018,

1446 segg., con nota di Macagno. *Contra* Trib. Milano, Sez. fall., 7 settembre 2017, in *Il societario.it*, 21 novembre 2017 che invece, con riferimento all'iscrizione nella sezione speciale, ha affermato che essa rappresenta condizione necessaria e sufficiente per beneficiare dell'esonero dal fallimento.

⁷⁹ Tanto è stato precisato dal Mise, fin dal 29 settembre 2014 nel parere prot. 169135. Nello stesso senso Trib. Torino, 10 febbraio 2017 e Trib. Roma, 5 aprile 2019, entrambe in *www.ilcaso.it*. Quest'ultima la si veda pubblicata anche in questa *Rivista*, 2020, I, 124, con nota di Miceli e in *Società*, 2019, 1375 con nota di Codazzi.

⁸⁰ Così Miotto, *Fallibilità delle start up innovative. La tensione tra apparenza e realtà*, in *Dir. Fall.*, 2019, 1119.

⁸¹ Così Trib. Udine, decr., 18 gennaio 2018, in *Foro It.*, 2018, I, 1037.

⁸² Specularmente, l'esenzione dal fallimento è stata accordata anche ad una società per la quale era pacifica la sussistenza dei requisiti per essere qualificata come *start up* innovativa, ma che tuttavia al momento della richiesta di apertura del fallimento risultava oramai cancellata dal registro delle imprese. Posto però che la società, per tutto il periodo in cui era rimasta attiva, aveva mantenuto i requisiti formali e sostanziali per essere qualificata come *start up* innovativa, il giudice ha escluso l'applicabilità dell'art. 10 L. fall. e dunque l'assoggettamento a fallimento. App. Bologna, 24 ottobre 2018, in questa *Rivista*, 2019, 5, 1123 con nota di Cagnasso.

⁸³ Su questa eventualità v. Macagno, *Dichiarazione di fallimento della start up innovativa prima di requisiti*, in *Fallimento*, 2018, 1454 e segg. e Codazzi, *Cancellazione di start up innovativa dalla sezione speciale del registro delle imprese per perdita del requisito di innovatività*, in *Società*, 2019, 1375 e segg.

cui si è addivenuti paiono destinate a mantenere attualità anche a seguito della entrata in vigore del Codice della crisi, in questa prospettiva si ritiene utile ribadirla.

Il computo del quinquennio: il termine iniziale

Circa i criteri sulla base dei quali deve essere computato il quinquennio agevolato, una prima questione controversa ha riguardato l'individuazione del termine *a quo* del periodo di esenzione dalle procedure concorsuali maggiori e di speculare assoggettamento alle procedure da sovraindebitamento.

Sul punto, si è posto il dubbio se esso coincida con la data di costituzione della società oppure con quello di iscrizione della stessa nella apposita sezione speciale del registro imprese⁸⁴.

L'incertezza nasce dal fatto che il D.L. n. 179/2012, da un lato, all'art. 31, 4° comma, stabilisce che la *start-up* innovativa perde l'esenzione dal fallimento "una volta decorsi cinque anni dalla data di *costituzione*" ovvero prima di tale scadenza qualora venga meno uno dei requisiti che la caratterizzano, ponendo quindi il *discrimen* sul momento di costituzione della società; dall'altro, all'art. 25, 8° comma dispone che le *start-up* innovative per poter beneficiare delle agevolazioni offerte dalla legge, ivi inclusa l'esenzione dal fallimento, devono risultare iscritte nell'apposita sezione speciale del registro delle imprese.

L'esenzione dall'area di fallibilità fin dalla costituzione della società e quindi anche con riferimento alle obbligazioni sorte in pendenza della iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese, oltre che avvalorata dal dato letterale, parrebbe maggiormente coerente con la *ratio* dell'esenzione stessa che, come più sopra brevemente ricordato, è riconducibile alla volontà di creare un ambiente giuridico protetto utile a favorire l'avvio e il decollo dell'impresa innovativa. Propendendo per questa soluzione, dunque, il periodo – seppur in astratto brevissimo o addirittura nullo, in caso di costituzione telematica – fra l'iscrizione nella sezione ordinaria e quella nella sezione speciale, andrebbe conteggiato nel quinquennio agevolato⁸⁵.

A ben vedere, però, come già sottolineato, affinché una società regolarmente costituita ed iscritta alla sezione ordinaria acquisti lo *status* di *start up* innovativa e benefici del relativo regime agevolato occorre che essa, sul piano sostanziale, abbia i requisiti tassativamente fissati dalla legge e, su quello formale, sia iscritta nella sezione speciale appositamente istituita. Tale iscrizione, come è stato efficacemente osservato, "rappresenta la chiave d'accesso, seppure per un periodo di tempo limitato, ad una normativa privilegiata"⁸⁶, essa ha dunque la finalità di rendere sfruttabile una serie di incentivi, di applicare una disciplina differente e, talvolta, di derogare a quella comune. In tale prospettiva,

a tale iscrizione è stata riconosciuta una "efficacia normativa", dal momento che essa rappresenta il presupposto per la piena applicazione di un determinato regime giuridico⁸⁷.

Questa ricostruzione pare trovare conferma nel recente art. 38 del c.d. decreto Rilancio che, in considerazione dell'emergenza sanitaria, ha prorogato "il termine di permanenza nella sezione speciale delle *start up* innovative [...] di 12 mesi". Tale disposizione, infatti, sembra dare rilevanza della data di "iscrizione", anziché a quella di "costituzione"⁸⁸.

Del resto, l'assoggettamento alle procedure da sovraindebitamento, in luogo di quelle ordinarie, comporta un sacrificio a carico dei creditori. Tanto considerato, pare corretto tutelare il loro affidamento, facendo decorrere il periodo di esenzione dalla data di iscrizione della società nella sezione speciale e non da quello antecedente della costituzione. Peraltro non può escludersi che una società al momento della costituzione non presenti i requisiti di innovatività, ma li acquisisca solo in seguito. In tal caso non risulterebbe coerente con gli scopi della disciplina accordare i benefici riservati alle *start up* innovative anche relativamente ad un periodo in cui l'impresa non godeva di tale *status*.

(Segue): il termine finale

Altra questione riguardante i profili temporali del quinquennio di esenzione, concerne l'individuazione del termine finale dello stesso ossia il termine entro il quale è possibile avviare una procedura da sovraindebitamento. Invero, stabilito, secondo l'impostazione che si è ritenuto di condividere, che il momento a partire dal quale far decorrere il quinquennio agevolato coincide con la data di iscrizione della *start up* innovativa presso la apposita sezione speciale del registro delle imprese, per accertare che tale periodo non sia già inutilmente decorso, occorre stabilire altresì a partire da quale momento possa dirsi per converso instaurata la procedura da sovraindebitamento.

Sul punto, si concorda nel ritenere che in caso di ricorso alla procedura di composizione della crisi, tale momento vada individuato nella data di deposito in tribunale della proposta di accordo e non in quella in cui viene presentata l'istanza di nomina del gestore della crisi.

Il dubbio si è posto perché la procedura in questione prevede che la *start up* innovativa (o altro soggetto non fallibile) possa proporre ai propri creditori un piano di ristrutturazione dei debiti e di soddisfazione dei crediti solamente con l'ausilio di un organismo di gestione della crisi⁸⁹. Sul piano procedurale, però, il gestore della crisi viene nominato prima dell'avvio vero e proprio della procedura che, invece, si avrà solo con il deposito in tribunale della proposta di accordo sulla quale poi si esprimeranno i

⁸⁴ V. Trib. Di Genova, Sez. fall., 3 novembre 2019, in questa *Rivista*, 2020, 2177 e segg., con nota di Fregonara; in *Fallimento*, 2020, 555 e segg. con nota di Codazzi; in *Fallimento*, 2020, 1132 e segg. con nota di Macagno e in *Giur. Comm.*, 2021, II, 153 e segg., con nota di Michielin.

⁸⁵ Di tale avviso Macagno, *Esenzione temporanea delle start up innovative dall'applicazione delle procedure concorsuali e accesso al procedimento di composizione della crisi da sovraindebitamento*, in *Fallimento*, 2020, 1139.

⁸⁶ Così Fregonara, *Start up innovativa*, cit., 2184.

⁸⁷ Sul punto v. Fregonara, *Start up innovativa*, cit., 2184. Parla di efficacia normativa con riferimento all'iscrizione delle *start up* innovative nella apposita sezione speciale del registro delle imprese anche Michielin, "Costituzione" di *start-up innovativa e strumenti di gestione della crisi d'impresa. Riflessioni a margine dell'art. 31 d.l. 179/2012*, in *Giur. Comm.*, 2021, II, 157.

⁸⁸ Lo rileva Fregonara, *Start up innovativa*, cit., 2185.

⁸⁹ La questione è stata affrontata da Trib. Genova, Sez. fall., 3 novembre 2019, cit.

creditori⁹⁰. In pratica, si tratta di due procedimenti separati⁹¹: il primo è teso alla nomina del gestore che, se instaurato presso il tribunale, ha natura di volontaria giurisdizione e vede la partecipazione del solo istante; mente l'altro, del tutto eventuale, può avere ad oggetto una delle procedure da sovraindebitamento e vede come soggetti controinteressati i creditori. In altre parole, la nomina del gestore della crisi non necessariamente conduce alla presentazione di una proposta concreta di accordo pertanto non può identificare l'inizio della procedura di sovraindebitamento, che invece deve ritenersi instaurata con il deposito della proposta di accordo. In questo senso milita anche l'art. 9, comma 3^o-*quater*, L. n. 3/2012, alla luce del quale con il deposito della proposta di accordo viene sospeso, agli effetti del concorso, il corso degli interessi convenzionali o legali (salvo che i crediti non siano garantiti da ipoteca, pegno o privilegio)⁹².

Tale impostazione sembra destina a rimanere valida anche a seguito dell'entrata in vigore del Codice della crisi⁹³. Anch'esso, infatti, ripropone la figura del gestore della crisi. In particolare, all'art. 76 si stabilisce che "la domanda deve essere presentata al giudice tramite un OCC costituito nel circondario del tribunale competente ai sensi dell'art. 27, 2^o comma" e che solamente laddove "nel circondario del tribunale competente non vi è un OCC i compiti e le funzioni allo stesso attribuiti sono svolti da un professionista o da una società fra professionisti in possesso dei requisiti di cui all'art. 358 nominati dal presidente del tribunale competente o da un giudice delegato".

Il concorso fra procedure

Come si è appena detto, per verificare se l'accesso alla procedura di composizione della crisi è avvenuto entro la scadenza del quinquennio agevolato occorre guardare alla data in cui è stata presentata la proposta di accordo. Tuttavia, si ritiene che per l'effettiva instaurazione della procedura, il beneficio debba permanere fino al momento di omologa dell'accordo. Analogamente, per la procedura di liquidazione dei beni si afferma che la società debba trovarsi ancora nel periodo di *start up* al momento del deposito del decreto di apertura della procedura di liquidazione⁹⁴. Considerato che i tempi di svolgimento di entrambe le procedure sono medio lunghi⁹⁵, normalmente si verificherà che, in pendenza delle stesse, la società esca dal periodo agevolato divenendo fallibile. La possibilità che l'accordo di composizione della crisi si converta in fallimento è sancita espressamente dall'art. 12, 5^o comma, L. n. 3/2012, ove si prevede la risoluzione *ipso iure* dell'accordo omologato allorquando sia pronunciata una sentenza di fallimen-

to a carico della società sovraindebitata. Fallimento che potrà essere richiesto dai creditori una volta decorso inutilmente il termine per l'adempimento dell'accordo. Nulla è detto invece con riferimento alla procedura di liquidazione dei beni circa la possibilità che la società venga dichiarata fallita. Il silenzio della legge però non vale ad escludere questa ipotesi sicché, una volta scaduto il termine per l'esenzione, si ritiene che la società resti astrattamente soggetta al fallimento, quand'anche sia pendente la procedura minore di liquidazione del patrimonio⁹⁶.

Più in generale, va sottolineato che la scadenza del quinquennio ovvero la perdita dei requisiti di legge prima dello scadere dello stesso apre la concorrenza con tutte le procedure concorsuali, non soltanto con il fallimento, nel senso che, al ricorrere dei relativi presupposti, potrà essere chiesta dai legittimati l'apertura di una qualsiasi procedura ordinaria⁹⁷.

Composizione negoziata della crisi e concordato semplificato: sono accessibili alle *start up* innovative?

Il D.L. n. 118/2021 si segnala oltre che per aver disposto un ulteriore differimento dell'entrata in vigore del Codice della crisi anche per aver introdotto due nuovi "strumenti", utili per affrontare una situazione patologica dell'attività d'impresa: la composizione negoziata della crisi (art. 2) e il concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio (art. 18), la cui applicabilità da parte delle *start up* innovative, allo stato, pone però alcune criticità, che si ritiene meriterebbero di essere affrontate in sede di conversione del decreto.

Per quanto riguarda la composizione negoziata della crisi, si tratta di un "percorso" attivabile volontariamente dagli imprenditori sia commerciali, sia agricoli che si trovano "in condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario" e per i quali, da un lato, è probabile lo scivolamento in uno stato di crisi o d'insolvenza, ma, dall'altro, sono concrete le *chance* di risanamento (art. 2, 1^o comma, D.L. n. 118/2021). Allorché sussistano queste condizioni, è possibile ricorrere ad un professionista specializzato nelle ristrutturazioni aziendali affinché esso agevoli le trattative tra l'imprenditore, i creditori ed eventuali interessati, al fine di individuare una soluzione per il superamento dello stato di difficoltà, anche mediante il trasferimento dell'azienda o di rami di essa (art. 2, 1^o comma, D.L. n. 118/2021)⁹⁸. Si tratta dunque di uno strumento di composizione della crisi a cui è possibile accedere prima di avviare ogni altra procedura. È un percorso che viene intrapreso "ad esclusiva iniziativa del debitore, semplificato, riservato e di natura privatistica"⁹⁹ e che, sotto il profilo qualificatorio, non

⁹⁰ Nello stesso ordine di idee Picchione, *Start up innovative e procedure di sovraindebitamento*, in *Riv. Notar.*, 2017, 981.

⁹¹ Nello stesso senso v. Trib. Milano, 13 ottobre 2015, in *Il Caso.it*.

⁹² Così Fregonara, *Start up innovativa*, cit., 2186.

⁹³ Concordi su questa impostazione Codazzi, *Start up innovativa ed esenzione "a tempo" dall'area di fallibilità: precisazioni sull'inizio del quinquennio ex art. 31, commi 1 e 4, d.l. n. 179/2012*, in *Fallimento*, 2020, 563; Macagno, *Esenzione*, cit., 1141; Picchione, *La "difficile" esenzione dal fallimento delle start up innovative in crisi*, in *Dir. Fall.*, 2020, 1181.

⁹⁴ Così Nardecchia, *Profili di diritto fallimentare*, in *Start up e P.M.I. innovative*, op. cit., 960.

⁹⁵ Per la procedura di liquidazione dei beni, posto che l'art. 14-*undecies*, L. n. 3/2012 stabilisce che i beni sopravvenuti nei quattro anni successivi al deposito della domanda di liquidazione costituiscono oggetto della liquidazione stessa, si ritiene che essa abbia una durata minima di quattro anni; mentre per l'accordo di composizione della crisi, pare che l'orizzonte temporale dei piani non sia mai di regola inferiore ai quattro/cinque anni, Così Nardecchia, op. cit., 961.

⁹⁶ Nardecchia, op. cit., 961.

⁹⁷ Nardecchia, *ibidem*.

⁹⁸ Mancini, *Le "imprese sottosoglia"*, cit., 2.

⁹⁹ Così Mancini, op. cit., 2, il quale osserva con l'intervento del tribunale sia solo eventuale, collegato alla necessità di disporre misure

sembra riconducibile ad una procedura concorsuale¹⁰⁰, pertanto la sua applicazione da parte delle *start up* innovative non dovrebbe trovare un ostacolo nell'art. 31, 1° comma, D.L. n. 179/2012¹⁰¹.

Tuttavia, il D.L. n. 118/2021 disciplina due forme di tale “percorso”: una “ordinaria”, applicabile agli imprenditori commerciali e agricoli che superano le soglie di cui all'art. 1, 2° comma, L. fall. (art. 2) e una “semplificata” prevista invece a favore degli imprenditori commerciali e agricoli che si attestano al di sotto di dette soglie (art. 17).

A quale delle due forme possano fare ricorso le *start up* innovative non è chiaro: se solo a quella “semplificata” ex art. 17, in quanto soggetti non fallibili, oppure anche a quella “ordinaria” di cui all'art. 2 laddove esse superino i limiti dimensionali fissati dall'art. 1, 2° comma, L. fall.

Analizzando il D.L. n. 118/2021 si nota che le differenze fra le due forme riguardano: *i*) le modalità di presentazione della istanza di accesso; *ii*) i documenti da presentare ai fini dell'accesso; *iii*) il grado di supporto all'imprenditore richiesto all'esperto e, infine, *iv*) il catalogo di soluzioni che è possibile mettere in atto per il risanamento.

Come è agevole riscontrare, i punti *i-iii*) riguardano aspetti procedurali, mentre il punto *iv*) investe invece questioni sostanziali.

Per quanto riguarda i profili procedurali, notiamo che le imprese sopra soglia devono presentare l'istanza di accesso tramite una piattaforma telematica (art. 5), mentre quelle sotto soglia possono rivolgersi alternativamente all'organismo di composizione della crisi oppure al segretario della camera di commercio (art. 17, 2° comma).

A tal fine, entrambe le categorie di società sono tenute a presentare la documentazione di cui all'art. 5, lett. d)-h), solo le prime invece devono predisporre subito, e a propria cura, anche i bilanci degli ultimi tre esercizi, l'elenco dei creditori, nonché una relazione contenente un piano finanziario per i successivi sei mesi e le iniziative industriali che si intendono adottare (art. 5, 3° comma, lett. a-c). Le seconde invece mettono a disposizione i bilanci, sempre che siano stati redatti, a favore dell'esperto solo dopo che questi abbia accettato l'incarico; mentre per quanto riguarda l'elenco dei creditori è previsto che sia lo stesso esperto a predisporlo, inoltre allo stesso è anche richiesto di redigere

una situazione patrimoniale e finanziaria aggiornata, ove essa non sia già disponibile (art. 17, 3° comma).

Queste differenze procedurali possono dirsi coerenti con la diversa dimensione e quindi in ipotesi con il diverso grado di sofisticazione degli assetti delle due categorie di imprese.

Passando, però, all'esame del diverso catalogo di soluzioni per il superamento della situazione di difficoltà, percorribili dall'una e dall'altra categoria di imprese, vengono in evidenza delle criticità: esso infatti non pare correttamente coordinato con il sistema di esoneri dalle procedure concorsuali basato non solo sulle dimensioni, ma anche sulla natura dell'attività esercitata. In particolare, il legislatore pare avere trascurato l'esistenza del regime speciale cui sono soggette le *start up* innovative.

L'art. 11, infatti, fornisce un elenco dei possibili strumenti di cui può giovare l'imprenditore sopra soglia per chiudere le trattative con i creditori, che appare per un verso sovrabbondante e per altro incompleto. Esso infatti non si limita a introdurre tre nuove fattispecie di soluzioni negoziali (art. 11, 1° comma, lett. a, b e c)¹⁰², di cui tuttavia solo una, la prima, pare compatibile con la disciplina delle *start up innovative*, ma ribadisce puntualmente anche i tradizionali strumenti già previsti dalla disciplina concorsuale, tuttavia in quest'opera dimentica di annoverare le procedure da sovraindebitamento¹⁰³ ancorché ad esse siano soggette non solo le *start up* innovative, ma anche le imprese agricole a cui la disciplina è indirizzata espressamente (art. 2). Gli strumenti offerti dalle procedure da sovraindebitamento sono invece espressamente contemplate ai fini dell'espletamento della composizione negoziata della crisi semplificata, prevista dall'art. 17 per le imprese sotto soglia, che non solo li indica come possibili soluzioni da adottare per chiudere le trattative con i creditori (art., 17, 4° comma, lett. c e d), ma vi fa riferimento anche per l'ipotesi in cui all'esito delle stesse non sia possibile raggiungere un accordo con i medesimi. In questo caso, infatti, è stabilito che l'esperto, su richiesta dell'imprenditore, svolga i compiti di gestore della crisi di cui alla legge 27 gennaio 2012, n. 3. Una simile previsione manca invece nell'ambito della forma ordinaria, che invece forse sarebbe stato utile prevedere a beneficio, non solo delle *start up* innovative, ma anche degli

protettive del patrimonio del debitore oppure autorizzare determinate operazioni, anche rilevanti, come contrarre finanziamenti prededucibili e cedere l'azienda o ramo di essa.

¹⁰⁰ Questa è l'opinione che sembra prevalere nei primi commenti, v. in particolare: Ambrosini, *La nuova composizione negoziata della crisi: caratteri e presupposti*, in *Il caso.it*, 23 agosto 2021, 11 e Mancini, *Le “imprese sotto soglia”*, cit. Sul tema si veda anche l'articolata proposta interpretativa di Guidotti, *La crisi d'impresa nell'era Draghi*, cit., 14, che con riferimento alla composizione negoziata ipotizza una “doppia personalità” ossia di un istituto che acquista o meno natura di procedura concorsuale a seconda che, rispettivamente, venga o non venga coinvolta una autorità giudiziaria.

¹⁰¹ Nello stesso ordine di idee Mancini, *Le “imprese sottosoglia”*, cit., 7.

¹⁰² A norma dell'art. 11, 1° comma le parti possono alternativamente:

a) concludere un contratto, con uno o più creditori, che produce gli effetti di cui all'art. 14 se, secondo la relazione dell'esperto di cui all'art. 5, 8° comma, è idoneo ad assicurare la continuità aziendale per un periodo non inferiore a due anni;

b) concludere una convenzione di moratoria ai sensi dell'articolo

182-*octies* del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267;

c) concludere un accordo sottoscritto dall'imprenditore, dai creditori e dall'esperto che produce gli effetti di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d), del regio decreto n. 267 del 1942, senza necessità dell'attestazione prevista dal medesimo articolo 67, terzo comma, lettera d).

¹⁰³ L'art. 11, 2° comma infatti prevede che: “L'imprenditore può, all'esito delle trattative, domandare l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti ai sensi degli articoli 182-*bis*, 182-*septies* e 182-*novies* del regio decreto n. 267 del 1942. La percentuale di cui all'articolo 182-*septies*, secondo comma, lettera c), e' ridotta al 60 per cento se il raggiungimento dell'accordo risulta dalla relazione finale dell'esperto. 3. L'imprenditore può, in alternativa: a) predisporre il piano attestato di risanamento di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d), del regio decreto n. 267 del 1942;

b) proporre la domanda di concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio di cui all'articolo 18 del presente decreto;

c) accedere ad una delle procedure disciplinate dal regio decreto n. 267/1942, dal decreto legislativo 8 luglio 1999, n. 270, o dal decreto-legge 23 dicembre 2003, n. 347, convertito, con modificazioni, dalla legge 18 febbraio 2004, n. 39”.

imprenditori agricoli sopra soglia. Alla luce di questo quadro brevemente tratteggiato, *prima facie*, sembrerebbe che la forma semplificata sia maggiormente compatibile con l'ordinamento delle *start up* innovative (ed invero anche con quello delle imprese agricole), le quali dunque si potrebbe ritenere che siano tutte sottoposte all'art. 17, a prescindere dalle dimensioni. Un'altra soluzione potrebbe essere quella di applicare interamente l'art. 17 solamente alle *start up* innovative sotto soglia, mentre a quelle sopra soglia potrebbe applicarsi una forma mista che combini i profili procedurali della forma ordinaria con le soluzioni per la conclusione delle trattative ovvero per la prosecuzione del percorso in caso di esito negativo delle stesse, stabilite invece, per la forma semplificata¹⁰⁴.

Più controversa appare l'applicabilità alle *start up* innovative dell'ulteriore istituto introdotto dal D.L. n. 118/2021 ossia il "concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio" (art. 18). Si tratta di una procedura accessibile ad iniziativa del solo debitore, ma non in via autonoma, nel

senso che vi si può ricorrere unicamente in collegamento con la composizione negoziata della crisi. Più precisamente, esso può rappresentare o lo sbocco positivo del tentativo di negoziazione e questo sia per le imprese sopra soglia (art. 11, 3° comma, lett. b), sia per quelle sotto soglia (art. 17, 4° comma, lett. e) oppure quello negativo (art. 18, 1° comma), ma limitatamente alle imprese sopra soglia.

In ogni caso, si tratta di un istituto che pare difficile non qualificare come una procedura concorsuale. Esso, come si è detto, è ammesso espressamente dall'art. 17 per le imprese commerciali e agricole sotto soglia, ma ci si chiede se, nel silenzio del legislatore, tanto sia sufficiente per estendere il concordato semplificato anche alle *start up* innovative o se non sia necessaria, invece, una apposita previsione in tal senso, da inserire in fase di conversione del decreto. D'altro canto, se le *start up* innovative non potessero accedere al concordato semplificato, al pari degli altri soggetti non fallibili, sarebbero oggetto di una disparità di trattamento non facilmente giustificabile.

La costituzione e il finanziamento di società innovative alla prova dei fatti

Giulia Garesio

Muovendo dai dati empirici sulla diffusione delle società innovative in Italia, nel contributo si sofferma l'attenzione dapprima sulle modalità di costituzione delle *start up* - oggetto di recenti interventi giurisprudenziali e normativi - per poi esaminare come, nella prassi, le diverse fonti di finanziamento cui le s.r.l. innovative possono attingere si riflettano nelle clausole statutarie.

Le società innovative in Italia

A quasi dieci anni dall'introduzione delle previsioni del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, i dati relativi alla diffusione, nel nostro Paese, delle società innovative, per un verso confermano un incremento, di anno in anno, della numerosità delle imprese cui si applica la disciplina di favore (tanto che si tratti di *start up* quanto di P.M.I. innovative, "nate" con il D.L. 24 gennaio 2015, n. 3)¹. Per altro, e contrario verso, in termini relativi il tasso di crescita netto ha registrato un'inversione di tendenza, pressoché costante negli ultimi anni: se è pur vero che ogni anno aumenta, in assoluto, la "popolazione" delle società innovative, è altrettanto vero che l'incremento annuale è andato progressivamente assottigliandosi nel tempo².

Con precipuo riferimento alle *start up* innovative, inoltre, dalle elaborazioni ministeriali emerge che "tra le oltre 379 mila società di capitali costituite in Italia negli ultimi cinque

anni e ancora in stato attivo, il 3,6% risultava registrata come *startup* innovativa alla data della rilevazione"³.

I dati più aggiornati forniti dal Registro delle imprese sulle società innovative consentono di fotografare il "fenomeno" non soltanto in termini quantitativi, ma altresì, geografici⁴.

Prendendo le mosse dalle *start up* innovative, si rileva che, su un totale di 13.962 società, oltre il 63% è distribuito in appena cinque regioni: oltre un quarto ha sede in Lombardia (3.748 unità, pari a circa il 27% del totale), seguita, con distacco dal Lazio (1.623 società, ossia l'11,6%), dalla Campania (1.239 società, corrispondente a poco meno dell'8,9%), dal Veneto (1.112 imprese, pari all'8% circa) e dall'Emilia Romagna (1.091 società, ovvero il 7,8% del totale).

Le altre quindici regioni si spartiscono – per il vero, non

¹⁰⁴ Sembra suggerire questa soluzione Mancini, *op. ult. cit.*, secondo il quale le *start up* innovative "che superano i limiti dovrebbero accedere alla composizione negoziata 'ordinaria' ex art. 2 disciplinata per le imprese fallibili, malgrado per esse siano precluse le procedure concorsuali della legge fallimentare".

¹ Cfr. i dati riportati nell'ultima *Relazione annuale al Parlamento sullo stato di attuazione e l'impatto delle policy a sostegno di Startup e PMI innovative*, predisposta dal Ministero dello Sviluppo Economico nel 2020 con riferimento alle consistenze in essere al 31 dicembre 2019 (reperibile sul sito www.mise.gov.it).

² Nel 2015, le *start up* innovative hanno registrato un incremento netto di oltre 2.000 unità (*Relazione annuale al Parlamento*, cit., 19), mentre raffrontando i dati al 31 dicembre 2020 (*Report con dati strutturali* relativo al 4° trimestre 2020, www.mise.gov.it) con quelli al 31 dicembre 2019 (*Relazione annuale al Parlamento*, cit., 19), si rileva un aumento pressoché dimezzatosi a poco più di 1.000 unità su

base annua.

Analogamente, per le P.M.I. innovative, nel periodo 2016-2019, le consistenze al 31 dicembre hanno registrato sì un incremento, ma via via più sottile (*Relazione annuale al Parlamento*, cit., 39). Per un primo studio sulla diffusione di queste ultime, v. Pirani, *Un'analisi empirica delle PMI innovative: Much ado about nothing?*, in *Giur. Comm.*, 2018, I, 1034 e segg.

³ Cfr. il *Report con dati strutturali* relativo al 2° trimestre 2021, reperibile sul sito www.mise.gov.it.

⁴ I dati utilizzati per l'analisi, aggiornati al 6 settembre 2021, sono stati tratti dal sito <https://startup.registroimprese.it>. Sul monitoraggio dello stato di attuazione delle misure "volte a favorire la nascita e lo sviluppo di *start-up* innovative" e di valutazione del loro impatto "sulla crescita, l'occupazione e l'innovazione", v. l'art. 32, D.L. n. 179/2012.

uniformemente⁵ – le restanti 5.149 *start up*, vale a dire il residuo 37%.

Situazione, questa, che non muta esaminando le P.M.I. innovative: su un totale di 2.033 società, poco più del 29% risiede in Lombardia (593 P.M.I.), cui si accodano, seppur con ordine parzialmente difforme, Lazio (221 società, pari al 10,9%), Emilia Romagna (188 società, corrispondenti al 9,3%), Campania (157 società, ossia il 7,7%) e – a concludere il quintetto che pesa per il 64% del totale – Piemonte (che con 140 società supera anch'esso il 6,8%)⁶.

Spostando l'attenzione sulla forma giuridica adottata dalle società innovative, i dati empirici confermano la netta predominanza del tipo s.r.l., scelto da circa il 98,4% delle *start up* (vale a dire 13.740 società, di cui 863 costituite in forma di s.r.l.s.), risultando del tutto marginali le società per azioni (prescelte in 111 casi) e le società cooperative (pressoché a pari merito, attestandosi a 89 unità).

Preponderanza ampiamente confermata anche tra le P.M.I. innovative, ancorché tra queste la preferenza accordata alla s.r.l. si attesti all'83% (constando di 1.689 società, considerando altresì 30 s.r.l.s.), mentre poco meno del 16% ha scelto la s.p.a. (risultando iscritte in numero pari a 318).

La costituzione mediante il modello *standard*: quale futuro?

Così ricostruite la dislocazione territoriale e la forma giuridica delle società innovative iscritte nelle apposite sezioni del Registro delle imprese, è possibile osservare il fenomeno anche in funzione delle modalità prescelte per la stesura dell'atto costitutivo.

Stando al 18° rapporto trimestrale predisposto dal Ministero dello Sviluppo Economico, in collaborazione con UnionCamere ed InfoCamere, al 31 dicembre 2020, le *start up* innovative costituite tramite la modalità alternativa sono pari a 3.579⁷, in aumento in raffronto al trimestre antecedente⁸.

Inoltre, nel complesso il 37,3% delle *start up* costituite ed iscritte nella sezione speciale del Registro delle imprese nel corso del 2020 ha optato per tale alternativa⁹, ancorché con sensibili variazioni del tasso di adozione della modalità di costituzione *online* tra le diverse regioni¹⁰.

La possibilità è stata offerta dal legislatore alle *start up* innovative in sede di conversione del D.L. 24 gennaio 2015, n. 3, ad opera della L. 24 marzo 2015, n. 33, introducendo il comma 10°-bis all'art. 4¹¹.

Come specificato in apertura del comma stesso, la *ratio* della norma è quella di “favorire l'avvio di attività imprenditoriale”, perseguita consentendo alle *start up* innovative di redigere l'atto costitutivo e le sue successive modificazioni “per atto sottoscritto con le modalità previste dagli articoli 24 e 25 del codice dell'amministrazione digitale”¹², utilizzando un “modello uniforme adottato con decreto del Ministro dello Sviluppo Economico”.

Il modello in questione è stato oggetto del D.M. 17 febbraio 2016, recante le “modalità di redazione degli atti costitutivi di società a responsabilità limitata *start-up* innovative”¹³, in seguito emendato dal D.M. 7 luglio 2016 e, in ultimo, affiancato dal D.M. 28 ottobre 2016, con il quale è stato approvato il “modello per le modifiche delle *start-up* innovative, ai fini dell'iscrizione nel Registro delle imprese”¹⁴.

In entrambi i casi, in deroga, rispettivamente, alle previ-

⁵ Ancorché non superino le 1.000 unità, consta di quattro regioni che si aggirano tra il 4,6% ed il 5,6% di incidenza sul totale: Piemonte (775 società), Puglia e Toscana (entrambe 660 società), Sicilia (639 società). Nondimeno, con riferimento ai dati al 31 dicembre 2019, le regioni con più elevata incidenza di *start up* innovative in rapporto al totale delle nuove società di capitali costituite sono Trentino Alto Adige (5,3%), Valle d'Aosta (5,1%) e Friuli Venezia Giulia (circa il 5%), come si apprende dalla *Relazione annuale al Parlamento*, cit., 24.

⁶ In questo caso, si rileva che solo altre tre regioni superano il numero di 100 P.M.I. registrate, con una incidenza percentuale oscillante tra il 5% ed il 6%: Veneto (123 società), Toscana (111 società) e Puglia (107 società).

⁷ Di cui 2.617 hanno optato per una procedura interamente informatica, validando gli atti mediante la firma digitale di cui all'art. 24 c.a.d., mentre 962 si sono avvalse della procedura di cui all'art. 25 c.a.d.

⁸ Come rilevato nel rapporto periodico, si tratta di “un segnale positivo di ripresa, nonostante anche il quarto trimestre 2020 sia stato fortemente condizionato dall'emergenza sanitaria da Covid-19, che del resto può avere spinto le imprese ad adottare questa modalità di costituzione”.

⁹ Erano pari al 40% nel 2018 e al 36,4% nel 2019 (come indicato, rispettivamente, nel 10° e nel 14° rapporto trimestrale).

¹⁰ Pari al 18,6% in Abruzzo e al 100% in Basilicata.

¹¹ Comma successivamente modificato dall'art. 1, 65° comma, L. 11 dicembre 2016, n. 232. Al riguardo, cfr., tra gli altri, Licini, *Costituzione di s.r.l.: diritto comunitario e ordine pubblico economico impongono la forma dell'atto pubblico*, in *Notariato*, 2015, 302 e segg.; Ibbia, *Forma e pubblicità nella costituzione delle start-up innovative*, in *Start-up e PMI Innovative: scelte statutarie e finanziamento*, Atti del Convegno di Studi di Cagliari, 15 giugno 2018, a cura di Corso, Napoli, 2019, 8 e segg.; Smirne, *Modificazioni dell'atto costitutivo*, in *Start up e P.M.I. innovative*, diretto da Cagnasso e Mambriani, Bologna, 2020, 687 e segg.

¹² D.Lgs. 7 marzo 2005, n. 82, il cui art. 24 è dedicato alla “Firma digitale”, mentre l'art. 25 regola la “Firma autenticata”.

¹³ Pubblicato in *Gazz. Uff.* 8 marzo 2016, n. 56. Le “specifiche tecniche per la struttura di modello informatico e di statuto delle società a responsabilità limitata *start up* innovative” sono state approvate con Decreto direttoriale del 1° luglio 2016. Il Ministero dello Sviluppo Economico ha fornito alcuni chiarimenti sulla modalità di costituzione alternativa nella *Circolare* del 1° luglio 2016, n. 3691/C; nel *Parere* del 22 dicembre 2016, n. prot. 411501, ed in quello del 15 maggio 2017, n. prot. 178853, precipuamente dedicato alla marcatura temporale delle sottoscrizioni digitali. Sulle previsioni del Decreto v., *ex multis*, Fregonara, *La costituzione della start up innovativa s.r.l. con un “click”: luci ed ombre*, in *ilsocietario.it*, 28 settembre 2016; Ferri jr., Stella Richter jr., *Decreto del Ministro dello Sviluppo Economico del 17 febbraio 2016, start-up innovative e diritto delle società: un parere*, in *Riv. Notar.*, 2016, 609 e segg.; La Sala, *Start-up innovative: fattispecie e costituzione in forma di s.r.l.*, in *Riv. Società*, 2017, 1136 e segg.; Corso, *Innovatività dell'oggetto sociale di start-up innovativa e controlli del Registro delle imprese*, in *Banca Borsa*, 2018, 69 e segg.; Codazzi, *Cancellazione di start up innovativa dalla sezione speciale del Registro delle imprese per perdita del requisito di innovatività*, in *Società*, 2019, 1382 e segg.

¹⁴ Pubblicato in *Gazz. Uff.* 26 novembre 2016, n. 277. Il modello *standard* allegato al Decreto si compone di una bozza di verbale assembleare, a sua volta corredata di alcuni documenti allegati, vale a dire l'elenco dei partecipanti con indicazione della quota di capitale da ciascuno rappresentata; la relazione del presidente all'assemblea, in cui devono essere indicate le ragioni sottese alle modifiche proposte; il testo aggiornato dello statuto ed un documento riassuntivo in cui riportare gli esiti delle votazioni. Anche in questo caso, il documento informatico deve essere conforme alle specifiche tecniche oggetto del Decreto direttoriale del 4 maggio 2017. Sulle “problematiche interpretative” derivanti dal D.M. 28 ottobre 2016, cfr. la *Circolare* del Ministero dello Sviluppo Economico del 27 dicembre 2017, n. prot.

sioni degli artt. 2463 e 2480, 2° comma, c.c., si prevede che l'atto costitutivo sia redatto e modificato – in questa seconda ipotesi, limitatamente ai profili che non comportano la perdita dei requisiti che devono connotare la *start up* ai sensi dell'art. 25, 2° comma, D.L. n. 179/2012¹⁵ – “in modalità esclusivamente informatica”, con firma digitale dei sottoscrittori apposta ai sensi dell'art. 24 del Codice dell'amministrazione digitale (D.Lgs. 7 marzo 2005, n. 82), non occorrendo alcuna autentica di sottoscrizione.

Tanto il Decreto ministeriale del 17 febbraio 2016, quanto quello successivo del 28 ottobre 2016, hanno attribuito all'Ufficio del Registro delle imprese il compito di effettuare alcuni controlli – distintamente elencati, in entrambi i Decreti, all'art. 2 – prodromici all'iscrizione dell'atto, costitutivo o modificativo, nei pubblici registri¹⁶.

Oltre ad alcuni riscontri meramente formali¹⁷, si richiede all'Ufficio del Registro di verificare, nell'un caso, “liceità, possibilità e determinabilità dell'oggetto sociale” e, nell'altro caso, “liceità, possibilità, determinabilità e legittimità delle modifiche approvate”¹⁸.

In questo contesto hanno fatto recente irruzione le statuizioni del Consiglio di Stato¹⁹, il quale, ribaltando l'esito del primo grado di giudizio, ha accolto il ricorso proposto dal Consiglio Nazionale del Notariato, per la riforma della decisione del T.A.R. per il Lazio del 2017²⁰, con cui era stata respinta, in un primo tempo, la richiesta di annullamento del D.M. 17 febbraio 2016.

Come stabilito dal Consiglio di Stato, “il potere esercitato dal Ministero attraverso il Decreto impugnato non poteva

avere alcuna portata innovativa dell'ordinamento, ovvero, nello specifico, non poteva incidere sulla tipologia degli atti necessari per la costituzione delle *start up* innovative, così come previsti dalla norma primaria”, dovendosi limitare alla “sola modalità pratica di redazione dell'atto costitutivo, continuando per il resto ad operare le regole tradizionali”.

All'opposto, il Decreto impugnato, da un lato, “esclude – illegittimamente, in quanto in palese contrasto con la legge – l'altra delle due modalità alternative che il legislatore aveva previsto per la costituzione della peculiare tipologia di società in discorso, vale a dire quella basata sulla redazione «per atto pubblico»”. E, dall'altro lato, ha attribuito controlli all'Ufficio del Registro delle imprese che impongono “apprezzamenti esulanti dalla mera verifica della regolarità della compilazione del modello di domanda e della corrispondenza formale al quadro normativo dell'atto (o fatto) del quale si chiede l'iscrizione”²¹, ponendosi così in contrasto con le disposizioni²² dell'art. 11, Dir. 2009/101/CE²³ e con quelle dell'art. 10 della Dir. 2017/1132/UE²⁴.

Ragion per cui il D.M. impugnato “ha illegittimamente ampliato l'ambito dei controlli” a questo spettante, “senza un'adeguata copertura legislativa che autorizzasse tale innovazione”²⁵.

Conseguentemente, “alla luce della natura del controllo effettuato dall'Ufficio del Registro nel nostro ordinamento, così come innanzi delineato, non appaiono infondati i dubbi dell'appellante circa la possibilità di ovviare alle modalità tradizionali di costituzione delle società, pena il concreto rischio di porsi in contrasto” con la Dir. 2009/101/CE.

560010, nonché l'antecedente *Parere* del 24 maggio 2017, n. prot. 193627, nel quale si è espressamente circoscritta la possibilità di procedere alla modifica dell'atto costitutivo tramite lo *standard* ministeriale ai soli atti “redatti originariamente in forma diversa dall'atto pubblico”: “la soluzione prescelta si fonda sul principio di specialità ed eccezionalità delle norme citate rispetto alla disciplina ordinaria della costituzione e modifica delle società di capitali come rivenerite dal Codice civile, non estensibile oltre i confini dettati dal legislatore della delega”.

¹⁵ A riprova della sussistenza dei presupposti, il 2° comma dell'art. 1 del Decreto ministeriale stabilisce che “la *start-up* deposita la dichiarazione di attestazione del mantenimento dei requisiti di cui al 15° comma dell'art. 25 del Decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179”.

¹⁶ In proposito, v. Trib. Torino, 10 febbraio 2017, in *Banca Borsa*, 2018, 58 e segg., con la già ricordata nota di Corso, la quale ha sottolineato che, in detta pronuncia, “il giudice non sembra attribuire un peso decisivo alla circostanza che, nel caso di specie, la società *start-up* (in forma di s.r.l.) sia stata costituita mediante atto pubblico (non digitale), ritenendo comunque estensibili ad essa le previsioni del Decreto ministeriale del 2016 che onerano gli Uffici del Registro delle imprese di maggiori verifiche preventive”, collocandosi nella “linea evolutiva degli orientamenti ministeriali in tema di controlli sulle aspiranti *start-up* (e P.M.I.) innovative” e suscitando “pertanto perplessità analoghe”; Trib. Roma, 5 aprile 2019, in *Giur. It.*, 2020, 124 e segg., con nota di Miceli, *Poteri di controllo del Registro delle imprese*; in *Società*, 2019, 1375 e segg., con la già citata nota di Codazzi.

¹⁷ Quali, ad esempio, “la competenza territoriale” o “l'esistenza di un indirizzo di posta elettronica certificata direttamente riferibile alla società”, rispettivamente elencate alle lett. f) e g) del 2° comma dell'art. 2 in entrambi i Decreti ministeriali.

¹⁸ Così, la lett. h) del 2° comma dell'art. 2 in ambedue i Decreti ministeriali.

¹⁹ Cons. di Stato, 29 marzo 2021, n. 2643, in *www.giustizia-amministrativa.it*. Per un primo commento v. Laurini, *Il Consiglio di Stato ristabilisce la legalità nella disciplina delle start up*, in *Quotidiano Giuridico*, 2 aprile 2021; Signorelli, *Il Consiglio di Stato smentisce il TAR Lazio sulla possibilità di costituire una start-up innovativa anche*

senza atto pubblico, in *ilsocietario.it*, 13 maggio 2021; Fregonara, *La “parabola” della costituzione online (e senza intervento del notaio) delle start up innovative s.r.l.*, in *Nuovo dir. soc.*, 2021.

²⁰ T.A.R. Lazio, 2 ottobre 2017, n. 10004, in banca dati *Pluris*.

²¹ Nella già citata *Circolare* n. 3691/C del 2016, il Ministero dello Sviluppo Economico ha suddiviso i controlli previsti dall'art. 2, 2° comma, D.M. 17 febbraio 2016, in quattro tipi: *i*) di “mera legalità formale” [richiesti dalle lett. a), b), c), e), f), g), j)]; *ii*) di “legalità formale allargata nel rispetto dell'articolo 11” della Dir. 101/2009/CE [in cui si collocherebbe la verifica di cui alla lett. h)]; *iii*) di “legalità formale dedicata” [in cui rientrerebbero i controlli di cui alle lett. d) e i)]; *iv*) di “verifica anticiclaggio” [prevista dalla lett. k)].

²² In quanto, come rammentato dal Consiglio di Stato, “in base alla disposizione comunitaria, l'atto costitutivo e lo statuto delle società e le loro modifiche possono non rivestire la forma dell'atto pubblico se la legislazione prevede, all'atto della costituzione, un controllo preventivo, amministrativo o giudiziario”.

²³ “Dir. 2009/101/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009 intesa a coordinare, per renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società a mente dell'art. 48, 2° comma, del Trattato per proteggere gli interessi dei soci e dei terzi”. In proposito, nella già menzionata *Circolare* n. 3691/C del 2016, si è sostenuto che “il richiamo, nei visti e nell'articolato del Decreto ministeriale e del Decreto direttoriale, dell'art. 11 della Direttiva è strumentale alla necessità, in presenza di un'iscrizione con efficacia costitutiva [...] di prevedere che siano effettivamente assicurati tutti i controlli preventivi per l'iscrizione dell'atto”, e che, conseguentemente, “l'ufficio ricevente dovrà verificare che, al di là della pertinenza nell'oggetto sociale del concetto di produzione, sviluppo e commercializzazione di un bene o un servizio innovativo, esso sia lecito, possibile, determinato o almeno determinabile”.

²⁴ Dir. (UE) 2017/1132 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, “relativa ad alcuni aspetti di diritto societario”.

²⁵ Non essendo sufficiente quella fornita dal D.P.R. 7 dicembre 1995, n. 581, art. 11, 6° comma, come puntualizzato dal Consiglio di Stato.

Inoltre, confermando, sul punto, quanto già ebbe a statuire il T.A.R. per il Lazio, il Consiglio di Stato ha ribadito che “in assenza di un’idonea copertura legislativa al riguardo, l’iscrizione alla sezione ordinaria” del Registro delle imprese della *start up* innovativa di poi cancellata dalla sezione speciale, permane “solo se la società possiede i requisiti di forma e di sostanza di una comune s.r.l.”, con la conseguenza che “la regola in esame è applicabile alle sole *start up* innovative costituite con atto pubblico, in modo da escludere *in radice* fenomeni di possibile aggiramento della normativa sulla costituzione delle s.r.l.”²⁶.

La recente decisione del Consiglio di Stato, per un verso, dovrebbe “congelare” (momentaneamente?) la modalità alternativa di costituzione delle *start up* s.r.l., mentre, per altro verso, non offre indicazioni sulla sorte degli atti costitutivi *medio tempore* iscritti presso il Registro delle imprese, sui quali potrebbero proiettarsi inquietanti ombre di nullità, dissipate da una recente Massima della Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano²⁷ in cui – fornendo una possibile soluzione alle incerte sorti delle suddette società – si è affermato che “le modificazioni statutarie deliberate da s.p.a. o s.r.l. che siano state iscritte nel Registro delle imprese pur in presenza di una delle cause di nullità di cui all’art. 2332 c.c. si reputano legittime e omologabili, non essendovi in linea di principio ragioni di incompatibilità delle modificazioni statutarie stesse con la sussistenza di un vizio di nullità”.

La questione è poi stata oggetto di apposito intervento legislativo in sede di conversione del D.L. 31 maggio 2021, n. 77, ad opera della L. 29 luglio 2021, n. 108, con cui è stato aggiunto il novello art. 39-*septies* al Decreto, ove si

prevede, al 1° comma, che “gli atti costitutivi, gli statuti e le loro successive modificazioni delle società *start-up* innovative” costituite in forma di s.r.l. oppure di s.r.l.s., i quali siano stati “depositati presso l’Ufficio del Registro delle imprese alla data di entrata in vigore della Legge di conversione” n. 108/2021 e siano stati, a suo tempo, “redatti con le modalità alternative all’atto pubblico” *ex art.* 4, comma 10°-*bis*, D.L. n. 3/2015, “e secondo le disposizioni dettate dal Decreto del Ministro dello Sviluppo Economico 17 febbraio 2016”, rimangono “validi ed efficaci e conseguentemente le medesime società conservano l’iscrizione nel Registro delle imprese”.

La pronuncia del Consiglio di Stato potrebbe poi riflettersi in qualche misura, più o meno direttamente²⁸, anche sul recepimento, nel nostro ordinamento, della Dir. (UE) 2019/1151 del 20 giugno 2019²⁹, che ha introdotto, al Titolo I, Capo III della Dir. (UE) 2017/1132 la Sezione I *bis*, dedicata a “Costituzione online, presentazione di documenti online e pubblicità”³⁰. L’art. 29, L. 22 aprile 2021, n. 53³¹, nel delineare i “principi e criteri direttivi”³² per l’attuazione della Direttiva del 2019 prevede che “la costituzione *online* sia relativa alla società a responsabilità limitata e alla società a responsabilità limitata semplificata con sede in Italia, con capitale versato mediante conferimenti in denaro, e sia stipulata, anche in presenza di un modello standard di statuto, con atto pubblico formato mediante l’utilizzo di una piattaforma che consenta la videoconferenza e la sottoscrizione dell’atto con firma elettronica riconosciuta”, ampliando così il potenziale *parterre* di società che, in un prossimo futuro, potrebbero essere costituite esclusivamente per tale via³³.

²⁶ Tale previsione era contenuta nell’art. 4, 1° comma, D.M. 17 febbraio 2016 – già annullato dal T.A.R. Lazio nel 2017 – il quale garantisce la sopravvivenza nella sezione ordinaria alla *start up* cancellata dalla sezione speciale del Registro delle imprese, “senza alcuna necessità di modificare o ripetere l’atto, fino ad eventuale modifica statutaria, che segue”, in questo caso, “le regole ordinarie dettate dall’art. 2480 del Codice civile”.

²⁷ Trattasi della Massima n. 197, avente ad oggetto le “Modificazioni statutarie di società viziata da una causa di nullità”, nella quale si è altresì precisato che “dopo la sentenza che dichiara la nullità e nomina i liquidatori”, ai sensi del 4° comma dell’art. 2332 c.c., “le modificazioni statutarie eventualmente deliberate dagli organi competenti sono legittime e omologabili subordinatamente alla loro compatibilità con lo stato di liquidazione, e sono assoggettate alla disciplina dell’art. 2487-*ter* c.c. qualora comportino la revoca dello stato di liquidazione”.

²⁸ In questo senso parrebbe indirizzarsi anche l’*incipit* del 2° comma del citato art. 39-*septies*, D.L. n. 77/2021, il quale dispone che, “fino all’adozione delle nuove misure concernenti l’uso di strumenti e processi digitali nel diritto societario, alle modificazioni dell’atto costitutivo e dello statuto deliberate dalle società di cui al comma 1 dopo la data di entrata in vigore della Legge di conversione del presente Decreto, si applica la disciplina di cui all’articolo 2480 del Codice civile”, aggiungendo, al 3° comma, che “il compenso per l’attività notarile concernente gli atti deliberati ai sensi del comma 2 è determinato in misura non superiore a quella minima prevista dalla lettera B) della tabella D - Notai del Regolamento di cui al Decreto del Ministro della Giustizia 20 luglio 2012, n. 140”.

²⁹ Dir. (UE) 2019/1151 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019, “recante modifica della Dir. (UE) 2017/1132 per quanto concerne l’uso di strumenti e processi digitali nel diritto societario”, pubblicata in *Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea* dell’11 luglio 2019, L 186.

³⁰ Il novello art. 13-*octies*, Dir. (UE) 2017/1132 dispone che “gli Stati membri provvedono affinché la costituzione *online* delle società

possa essere completamente svolta *online*, senza che i richiedenti debbano comparire di persona dinanzi a un’autorità o a qualsiasi persona o organismo incaricato a norma del diritto nazionale di occuparsi di qualunque aspetto della costituzione *online* delle società, compresa la redazione dell’atto costitutivo di una società [...]. Tuttavia, gli Stati membri possono decidere di non prevedere procedure di costituzione *online* per i tipi di società diversi da quelli di cui all’allegato II *bis*”, ove, per l’Italia, sono indicate le s.r.l. e le s.r.l.s. Come osservato nel quindicesimo considerando della Dir. (UE) 2019/1151, “dovrebbe essere possibile costituire le società interamente *online*. Tuttavia, gli Stati membri dovrebbero poter limitare la costituzione *online* a determinati tipi di società di capitali, come specificato nella presente Direttiva, in ragione della complessità della costituzione di altri tipi di società nel diritto nazionale”, aggiungendo che “dovrebbe essere possibile effettuare la costituzione *online* presentando documenti e informazioni in forma elettronica, fatti salvi i requisiti sostanziali e procedurali degli Stati membri, compresi quelli relativi alle procedure giuridiche per l’elaborazione degli atti costitutivi, e all’autenticità, all’accuratezza, all’affidabilità, all’attendibilità e alla forma giuridica appropriata dei documenti o delle informazioni trasmessi”, ancorché “tali requisiti sostanziali e procedurali non dovrebbero rendere impossibili le procedure *online*, in particolare per la costituzione *online* di una società e la registrazione *online* di una succursale”.

³¹ Legge recante la “delega al Governo per il recepimento delle Direttive europee e l’attuazione di altri atti dell’Unione europea – Legge di delegazione europea 2019-2020”, pubblicata in *Gazz. Uff.* 23 aprile 2021, n. 97.

³² Fermo restando il rispetto dei “principi e criteri direttivi generali di cui all’articolo 32 della Legge n. 234 del 2012”.

³³ Lo schema del decreto legislativo recante il recepimento della Dir. (UE) 2019/1151 è stato approvato in esame preliminare dal Consiglio dei Ministri in data 5 agosto 2021 ed è stato poi trasmesso alle Camere, con termine fissato al 16 settembre 2021 per i pareri delle rispettive Commissioni.

Clausole statutarie e finanziamento delle società innovative

Prescindendo dalle modalità adottate per la redazione dell'atto costitutivo, le molteplici forme di finanziamento cui possono accedere le società innovative – esaminate nei precedenti contributi³⁴ – trovano un primo, immediato, riflesso nelle clausole statutarie che, in concreto, possono essere introdotte dai soci, al fine di regolare, con differenti gradazioni di incisività, la partecipazione degli investitori alla vita della società.

Equity crowdfunding

Soffermando l'attenzione, in prima battuta, sulle società innovative a responsabilità limitata che hanno promosso campagne di *equity crowdfunding* presso le principali piattaforme operanti nel nostro Paese, è stato riscontrato³⁵ “un utilizzo inizialmente modesto degli spazi riservati all'autonomia statutaria, ad eccezione degli adeguamenti richiesti per promuovere l'offerta al pubblico delle proprie quote”, rappresentati dalla necessità di prevedere, in via alternativa, il diritto di co-vendita o il diritto di recesso in favore dei sottoscrittori dell'offerta *online* qualora, successivamente, il controllo della società sia trasferito a terzi³⁶.

Inoltre, gli studi empirici hanno evidenziato come “le società che hanno sinora promosso campagne di *crowdfunding* si siano avvalse, pressoché esclusivamente, della facoltà di emettere ed offrire sui portali *online* quote prive del diritto di voto, mentre poco sperimentata risulta essere la possibilità di creare quote con voto limitato a particolari argomenti”³⁷.

Esaminando gli statuti delle società che hanno recentemente concluso con successo una campagna di *equity crowdfunding* sulla piattaforma *online Crowdfundme*³⁸, si rileva che le modifiche apportate al fine di ricorrere alla raccolta di capitale di rischio attengono, in primo luogo, all'introduzione espressa di detta possibilità, cui si accom-

pagna l'inserimento *i*) di una previsione in tema di pubblicità di eventuali patti parasociali³⁹; *ii*) di una clausola che consenta la circolazione delle quote di partecipazione in conformità con quanto previsto dall'art. 100-ter T.U.F. e, nello specifico, *iii*) di una clausola di co-vendita a favore dei soci di minoranza in caso di *change of control*, prevedendo, generalmente, che l'esercizio del suddetto diritto avvenga ad un prezzo non inferiore “al valore della quota secondo i criteri stabiliti in caso di recesso, con applicazione di uno sconto di minoranza”.

A questa può essere affiancata una clausola di trasciamento⁴⁰ in forza della quale, nell'ipotesi in cui uno o più soci di maggioranza⁴¹ intendano negoziare “in buona fede” con un terzo acquirente la propria quota oppure ricevere un'offerta per il trasferimento del 100% del capitale sociale, i soci di minoranza siano obbligati a cedere contestualmente le loro partecipazioni.

Inoltre, possono essere create plurime categorie di quote, l'una, identificata come categoria “A” (di natura a volte espressamente definita “ordinaria”), con pieni diritti patrimoniali e amministrativi, e l'altra, etichettata come categoria di tipo “B” (con natura “speciale”), priva del diritto di voto ma con pieni diritti patrimoniali (talvolta, per così dire, rafforzati⁴²). Generalmente, ad entrambe le categorie sono riconosciuti il diritto di co-vendita e anche quello di trasciamento, mentre non sono previsti diritti di prelazione.

L'individuazione dell'ammontare minimo⁴³ dell'apporto (comprensivo di valore nominale e sopraprezzo) che attribuisce l'una o l'altra tipologia di quote, in ragione dell'entità dell'investimento effettuato dal sottoscrittore, non compare nelle previsioni statutarie, permanendo confinata al verbale dell'assemblea in cui esse sono state effettivamente emesse.

Ai soci detentori del capitale sociale anteriormente all'aumento – i quali possono anche espressamente rinunciare al diritto di sottoscrizione ad essi spettante⁴⁴, così che l'intero

³⁴ V. Fregonara, *La struttura finanziaria delle s.r.l. innovative e il loro finanziamento*, nella prima parte di questa dottrina; e, *supra*, in apertura della seconda parte, Pollastro, *Il finanziamento delle società innovative tramite venture capital*, cui si rinvia per ogni approfondimento. Per un'analisi delle modalità di finanziamento di cui possono beneficiare le società innovative in una prospettiva economico-aziendale, v. Cotta Ramusino, *Start up innovative e sistema finanziario*, in *Start up e P.M.I. innovative*, cit., 1000 e segg., ove ulteriori riferimenti; mentre per uno studio empirico sulla loro situazione patrimoniale v. Tronci, *Gli assetti patrimoniali delle imprese innovative*, in *Start-up e PMI Innovative: scelte statutarie e finanziamento*, cit., 195 e segg.

³⁵ Da Corso, *S.r.l.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, in *Banca Borsa*, 2019, 886 e segg.

³⁶ Come dispone l'art. 24, 1° comma, lett. a), del *Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line*, adottato con delibera della Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 e da ultimo modificato dalla delibera n. 21259 del 6 febbraio 2020. Per approfondimenti, v. Cagnasso, *La società a responsabilità limitata “aperta”*, nella prima parte di questa dottrina.

³⁷ Cfr. Corso, *S.r.l.-PMI aperte al mercato*, cit., 894, la quale ha osservato che “quest'ultima soluzione potrebbe invece consentire una limitata partecipazione dei soci *crowdfunders* ad alcune almeno delle scelte imprenditoriali, secondo la filosofia di fondo tipica del *crowdfunding* che prevede il coinvolgimento attivo degli investitori nell'iniziativa finanziata (c.d. *crowdsourcing*)”. In argomento, v. anche Busi, *Le modifiche statutarie per la gestione del crowdfunding nelle srl pmi*, in *Società e Contratti, Bilancio e Revisione*, 2018, n. 2, 16 e segg.

³⁸ Trattasi della piattaforma che ha pubblicato il maggior numero di campagne di *crowdfunding* in assoluto, come emerge dal 6° *Report italiano sul Crowdfunding* del Politecnico di Milano, diffuso nel mese di luglio 2021. Le società in questione, tutte costituite in forma di s.r.l. e tutte innovative, sono in parte *start up* ed in parte P.M.I. Per un'analisi empirica sul fenomeno del *crowdfunding*, v., oltre al menzionato *Report* annuale, Mozzarelli, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, cit., 650 e segg.

³⁹ Anche in questo caso, in conformità con quanto disposto dal *Regolamento* della Consob, il quale stabilisce, all'art. 24, 1° comma, lett. b), che nell'atto costitutivo o nello statuto sia prevista “la comunicazione alla società nonché la pubblicazione dei patti parasociali nel sito internet della società”.

⁴⁰ V. per approfondimenti, *ex multis*, Fregonara, *Trasferimento delle partecipazioni*, in *Start up e P.M.I. innovative*, cit., 384 e segg.; Bollettinari, Fregonara, *Il crowdfunding*, *ivi*, 894 e segg.

⁴¹ Maggioranza, in alcuni casi, percentualmente determinata nello statuto.

⁴² Prevedendo, ad esempio, che “ai titolari delle quote B spetti il diritto alla distribuzione degli utili qualora presenti, distribuibili e accertati nell'assemblea chiamata ad approvare il bilancio a prescindere da una deliberazione in tal senso in seno all'assemblea dei soci, il tutto in proporzione alla loro quota di partecipazione al capitale sociale”.

⁴³ Talvolta può essere espressamente indicato anche un ammontare massimo per le quote di tipo “B”, generalmente inferiore al limite minimo stabilito per la sottoscrizione di quote di tipo “A”.

⁴⁴ Qualora essi decidano di esercitare il diritto di sottoscrizione, si

incremento venga offerto a terzi – possono essere assegnate quote di categoria “AA”, “dotate di tutti i diritti patrimoniali ed amministrativi” e le sole ad attribuire, in determinate situazioni, il diritto di prelazione ai propri titolari.

Facendo espresso riferimento al c.d. *work for equity* tanto nello statuto quanto nella delibera assembleare⁴⁵, nel caso in cui si preveda che i nuovi conferimenti vengano liberati mediante prestazioni di servizi, può essere costituita anche un’apposita categoria di quote – non necessariamente l’unica emessa a fronte di detto apporto – la quale sia connotata dal riconoscimento di diritti di prelazione in caso di trasferimento ed alla quale non siano attribuiti diritti di voto e diritti amministrativi, “ad eccezione del diritto di avere dagli amministratori notizie sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare, anche tramite professionisti di fiducia, i libri sociali ed i documenti relativi all’amministrazione”.

In presenza di plurime categorie di voto può essere previsto che “le deliberazioni che pregiudicano i diritti di una o più categorie di quote dovranno essere approvate dai soci della categoria interessata riuniti in un’assemblea speciale in analogia a quanto disposto in materia di s.p.a. dall’art. 2376 c.c.”⁴⁶.

Negli statuti esaminati, non consta poi di peculiari previsioni in punto di *governance*, la cui disciplina statutaria non è stata oggetto di modifiche in occasione del ricorso all’*equity crowdfunding*, mantenendo invariate le clausole esistenti e non provvedendo – in occasione dell’apposita delibera di aumento di capitale – alla nomina di un organo di controllo, ove precedentemente assente⁴⁷.

Venture Capital

Come diffusamente analizzato nei precedenti approfondimenti⁴⁸, l’*equity crowdfunding* non è l’unica modalità di finanziamento cui possono attingere le società innovative.

La società innovativa potrebbe fare ricorso al *venture capital*, prevedendo, nel proprio statuto, la possibilità di “raccolgere risparmio tra i soci tramite acquisizione con obbligo di rimborso nei limiti di cui alle norme vigenti”, affiancato dal divieto di trasferimento delle quote per un determinato periodo di tempo (di durata differente a seconda delle diverse categorie di quote), stabilendo altresì che esse non possano essere oggetto di diritti di pegno o “vincoli di altro genere”, salvo consti il consenso dell’assemblea dei soci ed il voto favorevole della maggioranza

qualificata dei quotisti della categoria A, vale a dire i soci-investitori.

Anche in questo caso possono essere introdotti diritti di co-vendita, esercitabili solamente qualora la quota trasferita superi una predeterminata soglia percentuale, nonché diritti di trascinarsi attribuiti, questi ultimi, ai soli quotisti della categoria A.

Il voto favorevole della maggioranza qualificata delle quote di categoria A è poi necessario per l’approvazione di determinate delibere, tra cui *i*) quelle concernenti la modifica dell’atto costitutivo o dello statuto, nonché dei diritti particolari attribuiti alle categorie di quote; quelle relative *ii*) alla costituzione di nuove categorie di quote e *iii*) alla distribuzione di utili e riserve, oppure *iv*) al “riscatto da parte della società di quote rappresentative del capitale sociale della medesima (ove consentito dalla legge)”. Non solo. È altresì soggetta a tale diritto di veto qualsiasi delibera avente ad oggetto *v*) operazioni straordinarie sul capitale della società, *vi*) il deposito “di qualsiasi istanza o richiesta di ammissione della società ad una procedura concorsuale” e *vii*) lo scioglimento della società. A queste si aggiungono quelle relative *viii*) a operazioni con parti correlate, *ix*) al numero di componenti del consiglio di amministrazione ed al loro compenso, e *x*) quelle sulla nomina dell’organo di controllo e del revisore legale dei conti.

Ai soci titolari di tale categoria di quote sono poi riconosciuti specifici diritti di informazione, che si concretizzano nel diritto di ricevere, con cadenza periodica, “la situazione di cassa”, indicazioni sui progressi ottenuti nella ricerca e sul portafoglio dei diritti di proprietà intellettuale, i dati contabili sul conseguimento del *budget* annuale e del *business plan*, la bozza del progetto di bilancio anteriormente alla riunione del consiglio di amministrazione convocato per la sua approvazione, nonché una proposta di *budget* operativo ed economico, unitamente al *cash flow* previsionale per l’esercizio successivo. Del pari, essi hanno il diritto di accesso, “in modo ragionevole”, alle scritture e ai libri contabili.

Anche la nomina degli amministratori è influenzata dalla presenza di soci-investitori, ai quali sono attribuite – *rectius*, tra i quali sono ripartite ove essi siano più soggetti – le designazioni dei componenti dell’organo amministrativo, riservando all’assemblea dei soci la nomina di un solo consigliere.

Ad alcuni soci-investitori, inoltre, può essere consentito nominare un uditor alle riunioni del consiglio di ammini-

prevede generalmente che ad essi vengano offerte quote di categoria “AA”, a prescindere dall’importo di capitale che verrà da questi sottoscritto. In dottrina si è osservato che, nondimeno, la categorizzazione delle quote potrebbe essere anche solamente parziale, riguardando soltanto la parte di capitale destinata ai soci-investitori. Cfr., tra gli altri, Guizzardi, *L’impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giur. Comm.*, 2016, I, 565.

⁴⁵ Nel caso di specie, le prestazioni in questione sono state “descritte e valutate nelle perizie asseverate” accluse al verbale assembleare, disponendo che “il maggior valore dei conferimenti di servizi da parte dei soggetti sopra indicati rispetto al valore nominale delle quote emesse sia appostato a patrimonio della società con costituzione di una specifica riserva non distribuibile”.

⁴⁶ Sull’applicabilità dell’art. 2376 c.c. alle s.r.l. P.M.I. con quote differenziate, nel silenzio dell’atto costitutivo, v., tra gli altri, Maltoni, Spada, *L’impresa start up innovativa costituita in società a responsabi-*

lità limitata, in *Riv. Notar.*, 2013, 1128 e seg.; 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. Società*, 2018, 354; Cian, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. Società*, 2018, 857; Abriani, *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari delle s.r.l. PMI: possibilità di razionalizzazione del sistema?*, cit., 94; Cagnasso, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. e PMI*, *ivi*, 71; Id., *S.r.l. aperta*, cit., 1225, nt. 22.

⁴⁷ Cfr. Cagnasso, *La società a responsabilità limitata “aperta”*, nella prima parte di questa dottrina.

⁴⁸ V. in particolare Fregonara, *La struttura finanziaria delle s.r.l. innovative e il loro finanziamento*, nella prima parte di questa dottrina; e, *supra*, Pollastro, *Il finanziamento delle società innovative tramite venture capital*.

strazione, il quale, pur non avendo diritto di voto, potrà assistere ed intervenire, ricevendo altresì “tutta la documentazione e le informazioni disponibili agli amministratori”.

Può parimenti essere previsto che, per specifiche decisioni, consti, oltre al voto favorevole della maggioranza dei consiglieri presenti, anche quello degli amministratori designati dai soci-investitori: trattasi, tra le altre, delle delibere relative all'approvazione o alla modifica del *business plan*, del *budget*; alla proposta di distribuzione di dividendi o riserve da sottoporre all'assemblea; ai piani di incentivazione di amministratori, dirigenti e dipendenti; agli accordi con il “personale chiave” della società; all'assunzione di finanziamenti e alla concessione di garanzie superiori ad un importo minimo statutariamente previsto, “diversi dalla prassi commerciale” e non compresi nel *budget* annuale approvato; nonché ai brevetti di cui la società è titolare.

I diritti particolari spettanti ai titolari di quote di categoria A si estendono anche all'organo di controllo, essendo concesso alla loro maggioranza qualificata di richiederne la nomina oppure, ove questa sia obbligatoria *ex lege*, di decidere se incaricare un sindaco unico o un collegio sindacale: nel primo caso, i titolari delle quote di categoria A, a maggioranza, designeranno altresì il candidato da presentare per la nomina all'assemblea dei soci, mentre, nel secondo caso, le designazioni saranno ripartite tra i soci-investitori. Analogamente, ai soci della categoria A è consentito richiedere venga nominato dall'assemblea un revisore legale dei conti.

Infine, ai soci-investitori è riconosciuta una posizione preferenziale allorquando si verifichi un “evento di liquidazione” della società.

Business angels

Qualora lo statuto non preveda categorie di quote differenziate e neppure menzioni la possibilità di procedere alla raccolta di capitale di rischio su portali *online*, la società potrebbe attribuire al proprio socio-investitore alcuni diritti particolari, semplicemente “riconosciuti ai sensi dell'articolo 2468 c.c.”.

Nel caso di specie esaminato, lo statuto della *start up* innovativa ha previsto, a favore del proprio *business angel*, alcuni specifici diritti amministrativi, costituiti, in particolare, da *i*) il diritto di ricevere, con cadenza periodica, i dati trimestrali relativi “ai principali elementi finanziari, economici e commerciali relativi allo stato di avanzamento” del *business plan*; nonché *ii*) il diritto di veto su alcune (numeroso) materie – di competenza esclusiva dei soci fino a che questi detenga una partecipazione nella società – che potranno essere assunte esclusivamente con il voto favorevole del socio-investitore. Tra queste, nello specifico, sono state incluse le delibere di nomina e revoca dell'amministratore delegato e del presidente del consiglio di amministrazione,

così come quelle di nomina dell'organo di controllo e del revisore legale dei conti; quelle relative ad operazioni di trasformazione, fusione, scissione e di “finanza straordinaria”, comprese quelle di emissione di strumenti di debito o di aumento del capitale sociale (fatto salvo il caso in cui questo sia destinato a copertura delle perdite); la distribuzione di dividendi o di riserve; “qualsiasi” modifica statutaria e del *business plan*; l'effettuazione di un dettagliato e variegato elenco di operazioni, ove di importo superiore ad un ammontare predefinito nello statuto.

Ulteriori diritti particolari attribuiti al socio-investitore sono *iii*) il diritto di “far assistere e intervenire quale uditore (e pertanto senza diritto di voto) alle adunanze del consiglio di amministrazione” un proprio rappresentante, il quale avrà diritto di ricevere “documenti e informazioni nei tempi e con le modalità previste per gli amministratori”; *iv*) il diritto di nominare un membro del consiglio di amministrazione nel caso in cui la propria partecipazione superi una predeterminata soglia percentuale, al quale sarà anche riconosciuto diritto di veto su alcune decisioni dell'organo amministrativo, elencate nella clausola statutaria, nonché quello di designare un componente dell'organo di controllo.

Inoltre sono stati riconosciuti al socio-investitore il diritto *v*) di cedere la propria partecipazione, unitamente ai correlati diritti particolari, ad altra società appartenente al proprio gruppo; *vi*) di incrementare la propria partecipazione anche in caso di aumenti riservati a terzi o altri soci; *vii*) di trascinarsi e di co-vendita; nonché, al verificarsi di determinate ipotesi, quello *viii*) di liquidazione preferenziale, “fermo restando il prioritario pagamento integrale dei creditori sociali”.

Ai diritti particolari così minuziosamente e pervasivamente definiti, si aggiunge, inoltre, la possibilità di trasferire la propria partecipazione per atto *inter vivos* anche nel periodo di *lock-up* viceversa imposto agli altri soci, i quali soltanto con il benessere del socio-investitore potranno dismettere le proprie quote anticipatamente.

In altri casi, invece, oltre ai diritti particolari riconosciuti ai soci-investitori, possono essere attribuiti diritti particolari anche ai soci-fondatori, stabilendo che questi – a prescindere dalla categoria di quote di cui essi dovessero risultare titolari⁴⁹ – non possano essere privati del diritto di voto.

Osservazioni conclusive

Dalla disamina degli statuti di s.r.l. innovative che hanno beneficiato direttamente di modalità alternative di finanziamento è emerso come queste ultime si riverberino sulle clausole statutarie, che, con duttilità sartoriale, possono essere confezionate adattandosi alle esigenze concretamente avanzate dai soci e, in particolare, dai socio-investitori⁵⁰.

⁴⁹ Essendo queste, nello specifico, definite non tanto in termini assoluti, quanto in misura percentuale, identificando i titolari di quote di categoria B (prive del diritto di voto) in coloro che detengono una partecipazione inferiore all'1% del valore nominale del capitale sociale, con passaggio automatico (tanto progressivo, quanto regressivo) alla categoria A, in cui confluiscono tutti gli altri soci, nel caso si superi detta soglia.

⁵⁰ A conferma del fatto che “non è pensabile che l'investimento in

equity crowdfunding dia luogo a pattuizioni dettagliatamente negoziate tra l'imprenditore e i singoli investitori. [...] A differenza di quanto accade nel *venture capital* (e in misura meno strutturata con i *business angels*), dove l'investimento si caratterizza per una complessa rete di rapporti contrattuali che disciplinano dettagliatamente la distribuzione dei *decision rights* tra le parti, non è improbabile che la relazione tra il *crowd* e l'impresa si esaurisca in sostanza nella fase di investimento”. Cfr. Mozzarelli, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empiri-*

Se, come visto, la diffusione delle imprese innovative nel nostro Paese non pare progredire a ritmi di crescita particolarmente sostenuti, di segno diametralmente opposto sono le evidenze empiriche sulla loro capacità di attrazione di investimenti sia da parte della folla sia da parte di *venture capitalists* e di *business angels*. Capacità che è andata via via rafforzandosi durante l'emergenza pandemica⁵¹: nel 2020, le campagne di *crowdfunding* finanziate con successo han-

no registrato un incremento⁵², mentre per il *venture capital* si è trattato di un "anno record" per ammontare di capitali raccolti⁵³.

Elementi questi che, unitamente alla capacità di adattamento dimostrata, più in generale, dalle società innovative durante l'emergenza da Covid-19⁵⁴, inclinano a ritenere che queste svolgeranno un ruolo tutt'altro che marginale nella fase *post* pandemica⁵⁵.

rici, rischi e strategie, cit., 663. In senso analogo anche Corso, *Società innovative aperte al mercato: quale disciplina per le s.r.l.?*, in *Start-up e PMI Innovative: scelte statutarie e finanziamento*, cit., 45 e segg.; Ead., *S.r.l.-PMI aperte al mercato*, cit., 912, in relazione, più in generale, alla rilevanza della predisposizione di "statuti adeguati ad intercettare le preferenze degli investitori e a comporne gli interessi con quelli dei soci imprenditori" nelle P.M.I. che facciano ricorso al mercato dei capitali di rischio. Sulle differenti caratteristiche che possono connotare le diverse categorie di quote v., *ex multis*, Cian, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 850 e segg., il quale parla di "formule partecipative paraazionarie".

⁵¹ In proposito, v. *supra* Di Sarli, *La disciplina in deroga nella fase patologica*.

⁵² Si vedano i dati pubblicati sul sito www.CrowdfundingBuzz.it, che evidenziano un aumento, su base annua, delle campagne finanziate con successo, delle somme raccolte e dell'importo medio investito da ciascun sottoscrittore. Nel 5° *Report italiano sul CrowdInvesting* del Politecnico di Milano, si è rilevato che "il 2019 ha visto un nuovo record con 138 campagne di successo (+20% rispetto al 2018) e il primo semestre del 2020 è in linea con il periodo precedente, nonostante lo *shutdown* legato alla pandemia Covid-19", aggiungendo che "il tasso di successo continua a mantenersi elevato: nei primi 6 mesi del 2020 è pari al 75,0% (la media generale dell'intero campione dal 2014 è pari a 72,7%)". Inoltre, nel medesimo *Report* si sottolinea che "nonostante l'estensione della normativa a tutte le P.M.I., anche negli ultimi 12 mesi il mercato è stato dominato dalle *startup* innovative con il 58% del campione. Nondimeno, le altre tipologie di imprese hanno progressivamente conquistato spazio; in particolare, sono 177 le imprese che per la prima volta hanno condotto una campagna di *equity crowdfunding* a partire dal 1/7/2019 e fra queste il 13% sono

P.M.I. innovative, il 22% altre P.M.I. e il 7% sono veicoli di investimento".

⁵³ Come illustrato nel documento *EY Venture Capital Barometer 2020 – Italia*, predisposto da Ernst&Young in collaborazione con VC Hub Italia nel mese di febbraio 2021, in cui si osserva che "i capitali raccolti dalle nostre *startup* e *scaleup* ammontano a circa euro 569 milioni con una crescita del +55% rispetto al 2019 (euro 367 milioni), segnando un netto cambio di passo rispetto agli esercizi precedenti e allontanandoci dai gradini più bassi della classifica dei Paesi europei per investimenti in innovazione. Il dato comprende le operazioni di investimento sul *target* da parte di operatori professionali, su tutti *venture capital fund*, *corporate venture capital*, *family office* e *business angel*".

⁵⁴ V. i risultati delle ricerche condotte dagli Osservatori *Startup Intelligence* e *Digital Transformation Academy* del Politecnico di Milano; quelli dell'indagine realizzata da VC Hub Italia in collaborazione con Ernst&Young, su *L'impatto dell'emergenza Covid-19 sulle startup e sull'ecosistema dell'innovazione in Italia*, resa nota nel mese di luglio 2020 e gli esiti di quella effettuata da Cariplo Factory, contenuta nel *report Startup vs Covid-19*; nonché i dati esposti nel *report* di monitoraggio diffuso nel mese di maggio 2021 da Anitec-Assinform, in collaborazione con InfoCamere, su *Startup e PMI innovative ICT: trend demografici e performance*, concernenti, in particolare, le società innovative operanti nel settore delle *Information & Communication Technologies*. Sul ruolo chiave dell'innovazione per superare gli effetti della pandemia da Covid-19, v., tra gli altri, Spiotta, *Dalle start up alle P.M.I. innovative: l'evoluzione del quadro normativo*, in *Start up e P.M.I. innovative*, cit., 31 e segg.

⁵⁵ Come osservato da Cagnasso, nella *Premessa* alla prima parte di questa dottrina.