

# Il work for equity nelle start-up innovative a responsabilità limitata

Giuseppe Percoco

Ricercatore di Diritto commerciale nell'Università della Calabria, Italia

**Abstract** Law Decree no. 179 of October 12th 2012 started a process of extension of the financing channels for limited responsibility enterprises, focusing mainly on those operating in innovative sectors. One of the evolutive lines on which the intervention has focused relates to the necessity of such enterprises to lure professional competencies and specialistic, organisational skills fundamental for enterprises belonging to innovative sectors, without, however, compromising their financial sustainability. In such sense, two main institutions: the acquisition/subsorption of their holdings and the issuing of financial instruments.

**Keywords** Innovative Start-up. Italian S.r.l. Work for Equity. Financial structure. Quotes of S.r.l.

**Sommario** 1. Le difficoltà di accedere ai canali di finanziamento per le imprese innovative. – 2. Una più articolata struttura finanziaria per le S.r.l. PMI. – 3. L'assenza di una nozione univoca di PMI nell'ordinamento. – 4. La qualifica di S.r.l. innovativa o PMI come elemento funzionale per accedere a ulteriori canali di finanziamento. – 5. Il compimento di operazioni sulle proprie partecipazioni subordinato alla realizzazione di piani di incentivazione per dipendenti, collaboratori e amministratori. – 5.1. La possibilità dell'estensione analogica della disciplina prevista in ambito azionario. – 6. L'emissione di strumenti finanziari. – 7. Riflessioni conclusive.



Edizioni  
Ca'Foscari

## Open access

© 2020 | Creative Commons Attribution 4.0 International Public License



**Citation** Percoco, G. (2020). "Il work for equity nelle start-up innovative a responsabilità limitata". *Ricerche giuridiche*, 9(2), 157-180.

DOI 10.30687/Rg/2281-6100/2022/01/001

157

## 1 Le difficoltà di accedere ai canali di finanziamento per le imprese innovative

La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata - per come delineata nel Codice Civile - pregiudica il reperimento di risorse sul mercato, tanto per gli espliciti divieti legislativi quanto per la conformazione della quota (cfr. art. 2468 c.c.)<sup>1</sup>.

Posto che la maggior parte delle società attive in Italia assume la forma di S.r.l. e considerato che tutte le imprese aventi ad oggetto un'attività innovativa soffrono in partenza di una maggiore difficoltà di accesso al credito, è facile concludere quanto fosse necessario un intervento normativo onde agevolare le imprese in fase di *start-up*<sup>2</sup>.

È vero che nel dettato codicistico si possono rinvenire istituti, quali i diritti particolari dei soci, potenzialmente utili per reperire nuova finanza per un'impresa innovativa costituita sotto forma di società a responsabilità limitata. Tuttavia, tanto i costi di transazione per la predisposizione di un atto costitutivo *ad hoc* che contenga clausole di questo tipo, quanto le ampie difficoltà di circolazione delle quote ne limitano - in modo sensibile - le possibilità d'impiego<sup>3</sup>.

Come noto, il principale impedimento delle imprese nel reperimento dei mezzi finanziari dipende dalla difficoltà di offrire ai creditori adeguate garanzie per assicurare il rimborso del prestito. È evidente che quelle innovative incontrino ostacoli ancora maggiori, infatti, la conformazione del loro patrimonio è nettamente differente dalle altre non essendo costituito da elementi facilmente espropriabili e vendibili<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> In tal senso, da ultimo, si è espresso S.A. CERRATO, *La parabola di start-up e pmi della s.r.l. alla S.p.A.*, in AA.VV., *La società a responsabilità limitata: un modello transtopico alla prova del Codice della Crisi*, a cura di M. Irrera, Torino, 2020, p. 42 ss.

<sup>2</sup> A. USELLI, A. TANDA, *La struttura finanziaria delle microimprese italiane: un confronto tra imprese innovative e tradizionali*, in *Bancaria*, 2019, p. 32 ss. Gli autori conducono un'approfondita analisi del sistema evidenziando le maggiori difficoltà delle imprese innovative nel reperire capitale di debito, che si sommano a quelle riscontrate da tutte le PMI. Sul tema, inoltre, P. FERONE, *La determinazione del perimetro di valutazione nelle PMI*, in *Nuovo dir. soc.*, 2019, III, p. 361 ss.

<sup>3</sup> Rileva V. DI CATALDO, *Società a responsabilità limitata e autonomia statutaria. Un regalo poco utilizzato, e forse poco utile*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, p. 563 come «l'espressione "costi di transazione" identifica anzitutto il costo professionale della redazione di uno statuto "atipico"». Secondo l'A. uno statuto di questo tipo comporta costi di redazione - in fase di costituzione e di modifica - e di interpretazione, infatti, probabilmente si riscontreranno «problemi in ordine ai quali e di norma difficile trovare precedenti prese di posizione, sia giurisprudenziali sia dottrinali. Di conseguenza, i soci avranno minori stimoli ad abbandonare la vertenza, e quindi la società potrebbe trovare più difficile comporre razionalmente i conflitti interni che vengano eventualmente a crearsi».

<sup>4</sup> Cfr. D. RIZZI, *Il finanziamento delle imprese "innovative": business angels e venture capitalist*, in *Banche e banchieri*, 2009, n. 5, p. 376. Gli studi economici hanno messo in evidenza come gli *assets* tangibili si prestino maggiormente a fungere da garanzia; al riguardo v. S. TITMAN, R. WESSELS, *The Determinants of Capital Structure Choice*, in

A ciò va aggiunto che le difficoltà aumentano ulteriormente se l'impresa è in fase di *start-up*: infatti, il canale bancario risulta poco incline a finanziare società di nuova costituzione, giacché effettua valutazioni su parametri oggettivi e criteri di bilancio che non sempre offrono sufficienti rassicurazioni<sup>5</sup>.

È certamente vero che nel tempo le banche hanno inserito importanti correttivi per cogliere fattori qualitativi e prospettici dell'impresa in fase di avvio utili a consentire l'accesso al credito a quelle meritevoli poiché capaci di generare redditi elevati, da valutare in base ad una logica prospettica<sup>6</sup>. Tuttavia, simili rimedi non paiono ancora del tutto sufficienti: oltre a dipendere comunque dall'iniziativa spontanea del ceto bancario, sembra permanere la diffusa prassi di chiedere ai soci di riferimento il rilascio di garanzie personali o reali, suscettibile di ridurre almeno in parte i vantaggi conseguibili con la limitazione della responsabilità<sup>7</sup>.

Nemmeno gli ulteriori canali di finanziamento risultano sempre percorribili. Insieme all'impegno in prima persona dei soci, con l'immissione di nuove risorse (*self-funding*), la società potrebbe far affidamento sul c.d. *bootstrapping*, vale a dire la possibilità di trovare clienti che siano disposti a pagare immediatamente per i prodotti acquistati o, ancora, rivolgersi a *friend, family e fool* (le cc.dd. "FFF")<sup>8</sup>.

Altri canali utili al finanziamento possono essere i cc. dd. *business angels* e i *venture capitalists*<sup>9</sup>. I primi generalmente sottoscri-

---

*Journal of Finance*, 1988, p. 1 ss. e M.J. FLANNERY, K. RANGAN, *Partial Adjustment Toward Target Capital Structures*, in *Journal of Financial Economics*, 2006, p. 469 ss. Ne consegue che in imprese - come quelle innovative - in cui la quota degli *intangibles* (ad esempio brevetti e licenze) è più elevata è più difficile l'accesso al credito.

**5** In E. BONACCORSI DI PATTI, P. FINALDI, *Fragilità finanziaria delle imprese e allocazione del credito*, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, in *bancaditalia.it*, p. 3, si rileva che a partire dal 2015 la ripresa dell'economia italiana si è associata a un lieve recupero del flusso di credito bancario alle imprese e che tuttavia questo è cresciuto per le imprese di maggiore dimensione mentre ha continuato a ridursi per quelle più piccole.

**6** Si pensi all'introduzione del *rating* qualitativo, che affianca alla lettura dei dati tradizionalmente considerati e dei bilanci anche una lettura di dati qualitativi dell'azienda e dell'imprenditore; ad esempio, la managerializzazione dell'azienda oppure la sua capacità di internazionalizzazione.

**7** Per un approfondimento su tale prassi - con specifico riferimento alle società azionarie sottocapitalizzate (ma estendibile anche al modello S.r.l.) - cfr. C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di dir. civ. e comm.*, continuato da P. Schlesinger, Milano, 2012, p. 459 ss.

**8** Il tema è stato approfondito nella letteratura economica statunitense; per tutti, A. SCHWIENBACHER, B. LARRALDE, *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*, in *Electronic Journal*, 2010, 10, p. 1 ss.

**9** Si tratta di un canale d'investimento, per quanto importante, ancora residuale. I numeri che si riferiscono alle operazioni condotte nel 2019 sono straordinari se confrontati a quelli degli anni precedenti, ma restano insignificanti in confronto a quelli di altri sistemi - si pensi agli Stati Uniti - ove assumono ben altra rilevanza. Come si evince da AA.Vv., *Venture Capital Monitor, Rapporto Italia 2019*, in *datocms-assets.com*,

vono quote della società e – oltre al supporto finanziario – assistono gli imprenditori fornendo consulenza nelle fasi di sviluppo dell'impresa. In genere si tratta di professionisti che hanno esperienza pregressa nel settore, nel quale talvolta ancora operano, e che confidano nell'esito positivo dell'attività. I fondi di *venture capital* sono invece operatori specializzati nel finanziamento alle società, non necessariamente in fase di avvio, che spesso operano in settori innovativi<sup>10</sup>.

Sussistono, tuttavia, diversi fattori che impediscono a *venture capitalists* e *business angels* di incidere significativamente nel tessuto imprenditoriale italiano.

Si tratta di elementi in primo luogo rinvenibili a livello culturale<sup>11</sup>, ma anche riferibili alla limitata dimensione del fenomeno nel nostro Paese<sup>12</sup> e ai possibili problemi che potrebbero prospettarsi in rela-

---

2020, in Italia «l'ammontare degli investimenti complessivi nel mercato dell'*early stage* si attesta a circa 649 milioni di Euro, escludendo l'attività svolta da operatori squisitamente pubblici. Nel dettaglio, circa 366 milioni di Euro sono riconducibili ad investitori di *venture capital*, in linea con l'anno precedente, 230 ad investitori formali in collaborazione con *Business Angels* (VC&BA), mentre i *Business Angels* operanti senza la cooperazione con i fondi hanno effettuato investimenti per circa 53 milioni di Euro».

**10** R. OCCHILUPO, *S.r.l. ordinaria, S.r.l. semplificata e start-up innovative costituite sotto forma di s.r.l.: quali vantaggi da una destrutturazione del diritto societario?*, in *Banca, impresa, soc.*, 2013, p. 403, rileva la presenza di una serie di previsioni che scoraggiano, per non dire impediscono, la partecipazione alle società a responsabilità limitata di soci finanziatori istituzionali, quali in particolare i fondi di *venture capital*. Nello specifico, «l'attività gestoria posta in essere dai membri dell'organo amministrativo nominati dal socioinvestitore può essere limitata dalle disposizioni sulla ripartizione delle competenze tra soci e amministratori: l'art. 2479 al suo primo comma consente ai soci che detengono almeno un terzo del capitale sociale di escludere la competenza dell'organo amministrativo su argomenti di volta in volta individuati e di sottoporli all'approvazione dei soci. L'eventuale attribuzione di talune materie alla competenza dell'organo amministrativo in cui sia rappresentato il *venture capitalist* potrebbe essere, dunque, vanificata dalla richiesta di un'approvazione dei soci, veicolata dall'imprenditore. [...] Le prerogative del socioinvestitore potrebbero, poi, essere compromesse dagli incisivi poteri di controllo e iniziativa assegnati ai singoli soci non amministratori. [...] Inoltre, il socioinvestitore potrebbe avere ripercussioni sul piano della responsabilità: [...] la responsabilità degli amministratori è estesa ai soci che hanno intenzionalmente deciso o autorizzato il compimento di atti dannosi per la società, i soci e i terzi. [...] Ulteriori ostacoli alla partecipazione nel capitale di rischio di sociinvestitori, si rinvencono nella disciplina del diritto di recesso [...] in quanto l'esigenza del *venture capitalist* di cristallizzare la compagine societaria per un dato periodo non risulta soddisfatta».

**11** Evidenziano P. DI CAGNO, B. D'AGOSTINIS, *Il private equity: uno strumento innovativo per la crescita delle pmi italiane*, in *Economia, azienda e sviluppo*, 2012, I, p. 9 ss. la sussistenza di criticità che limitano la diffusione del fenomeno. Infatti, mentre «in Gran Bretagna e negli Stati Uniti, caratterizzate da mercati finanziari più strutturati, sono gli imprenditori o i *manager* a ricercare un *partner* finanziario e, quindi, le opportunità di investimento arrivano direttamente agli investitori; in Italia, a causa della scarsa conoscenza di tali strumenti da parte degli imprenditori e della loro scarsa propensione ad aprire la proprietà a soggetti esterni, sono gli investitori a dover ricercare l'azienda *target*».

**12** Per un quadro analitico dei numeri del comparto dell'*early stage* italiano v. AA.VV., *Venture Capital Monitor, Rapporto Italia 2019*, cit.

zione al sistema di *governance* societaria<sup>13</sup>.

## 2 Una più articolata struttura finanziaria per le S.r.l. PMI

Per tutto quanto fino ad ora esposto, il Legislatore è intervenuto - con il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, introducendo - accanto alle possibilità tradizionali previste nell'ambito del Codice Civile - nuovi canali di finanziamento che consentono alle *start-up* innovative a r.l.<sup>14</sup> di

**13** Non bisogna trascurare, come rilevato da A. USELLI, A. TANDA, *La struttura finanziaria delle microimprese italiane: un confronto tra imprese innovative e tradizionali*, cit., p. 36 ss., che «nel caso dell'apertura del capitale sociale a terzi, le imprese potrebbero [...] subire ingerenze o interventi nella gestione strategica e operativa del business».

**14** L'introduzione nel nostro ordinamento della nozione di *start-up* innovativa - unitamente ad un peculiare statuto speciale per tali imprese - è avvenuta per mezzo dell'art. 25 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179. Il legislatore, in particolare, ha individuato - con rigore - i requisiti che una società deve avere per ottenere tale qualifica.

Ex art. 25, co. 2, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 «l'*impresa start-up innovativa* è la società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione, che possiede i seguenti requisiti: [...] b) è costituita da non più di sessanta mesi; c) è residente in Italia ai sensi dell'articolo 73 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, o in uno degli Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, purché abbia una sede produttiva o una filiale in Italia; d) a partire dal secondo anno di attività della *start-up* innovativa, il totale del valore della produzione annua, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non è superiore a 5 milioni di euro; e) non distribuisce, e non ha distribuito, utili; f) ha, quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico; g) non è stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda; h) possiede almeno uno dei seguenti ulteriori requisiti: 1) le spese in ricerca e sviluppo sono uguali o superiori al 15 per cento del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione della *start-up* innovativa. [...]; 2) impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a due terzi della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale [...]; 3) sia titolare o depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale ovvero sia titolare dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore, purché tali privative siano direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività di impresa».

L'intento legislativo è stato quello di restringere l'ambito definitorio agli enti che si trovano in uno stadio coincidente con la fase iniziale dell'attività d'impresa il quale, evidentemente, va temporalmente circoscritto, così da accordare solo a queste società uno statuto speciale.

Per le società qualificate come *start-up* innovative si introduce un regime particolare che si concretizza tanto nella disapplicazione - temporanea o definitiva - di alcune norme, quanto nell'introduzione di previsioni *ad hoc*. In questa sede basterà ricor-

«perseguire logiche di penetrazione nel mercato dei capitali [...] intercettando gli investitori per classi, dosando e calibrando i relativi diritti in funzione dei non omogenei interessi delle diverse classi, attingendo a risorse finanziarie senza spostare il baricentro del controllo sull'impresa»<sup>15</sup>.

L'ambito applicativo di tali istituti, peraltro, ha subito un progressivo ampliamento: prima con l'art. 4 del d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, poi con l'art. 57 del d.l. 24 aprile 2017, n. 50<sup>16</sup>, molte delle possibilità previste dalla novella sono state estese, rispettivamente, alle PMI Innovative costituite sotto forma di S.r.l. e a tutte le PMI che adotta-

re che questo statuto speciale è composto da previsioni in ambito di diritto societario, finanziario, tributario, laburistico e delle procedure concorsuali.

In particolare l'art. 25, co. 2, lett. b), d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 prevede che non possa qualificarsi *start-up* innovativa un'impresa costituita da più di cinque anni. Secondo la prognosi legislativa trascorso tale periodo si è in presenza di un'impresa "matura" che è ormai in piena attività. La previsione va letta in combinato con l'art. 31, co. 4, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, che improrogabilmente fissa il termine massimo di durata dei benefici previsti per le *start-up* innovative in cinque anni dalla data di costituzione. Si tratta di un lasso temporale che - come osservato da E. FREGONARA, *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di investimento*, cit., p. 32. - involge la fase dell'attività economica «durante la quale si svolgono le operazioni di avvio, comunque iniziali, dell'attività che deve essere, infatti, nuova ed innovativa. In questo senso, [...] cinque] anni è stato ritenuto il periodo di tempo necessario per l'avviamento di un'impresa, al fine di evitare la sua "morte in culla"».

**15** Proprio la possibilità di attribuire diritti particolari ai soci, con specifico riferimento al settore dell'innovazione, presenta vantaggi e, al contempo, inconvenienti applicativi. Per un verso costituisce un fattore attrattivo, giacché tale possibilità può portare a una completa immedesimazione nella struttura societaria del socio con l'idea innovativa. A quest'ultimo, anche se titolare di una quota residuale del capitale sociale, potrebbero essere attribuiti diritti tali da consentirgli di mantenere il controllo sull'ente. Si tratta di una possibilità che se opportunamente sfruttata costituirebbe un utile canale di finanziamento. Ad esempio, la società potrebbe deliberare un aumento di capitale significativo con esclusione del diritto di opzione senza che i soci originari perdano il controllo della medesima, dal momento che potrebbero conservare quale diritto particolare la prerogativa di nominare la maggior parte degli amministratori.

Al contempo, tuttavia, tale possibilità costituisce un serio ostacolo alla sottoscrizione di capitale da parte di soci finanziatori: le asimmetrie tra le partecipazioni possono precludere la formazione di un mercato nel quale esse possano essere scambiate alla stregua di azioni, così immobilizzando l'investimento per il quotista ed obbligando la società che voglia aprire la propria compagine a terzi, a procedere con l'emissione di quote "negoziate", con ciò che ne deriva in termini di costi e tempi.

Del resto, come rileva G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., p. 502 che «la partecipazione di ogni socio [alla società a responsabilità limitata è sempre] in veste di autentico contraente e non di mero aderente»; pertanto, vi sarà sempre la sua richiesta di compartecipare alla formazione delle regole statutarie.

M. CIAN, *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, cit., p. 11784 ss.

**16** Tale Decreto - avente ad oggetto Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo - è stato convertito in legge, con modificazioni, dall'art. 1, co. 1, l. 21 giugno 2017, n. 96.

no il tipo della società a responsabilità limitata<sup>17</sup>.

**17** Le PMI Innovative, ai sensi dell'art. 4, co. 1, d.l. n. 3/2015, sono «PMI, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE, società di capitali, costituite anche in forma cooperativa, che possiedono i seguenti requisiti: a) la residenza in Italia ai sensi dell'articolo 73 t.u.i.r., o in uno degli Stati membri dell'Unione europea [...]; b) la certificazione dell'ultimo bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato redatto da un revisore contabile o da una società di revisione iscritti nel registro dei revisori contabili; c) le loro azioni non sono quotate in un mercato regolamentato; d) l'assenza di iscrizione al registro speciale previsto all'articolo 25, co. 8, d.l. n. 179/2012; e) almeno due dei seguenti requisiti: 1) volume di spesa in ricerca, sviluppo e innovazione in misura uguale o superiore al 3 per cento della maggiore entità fra costo e valore totale della produzione della PMI innovativa. [...]; 2) impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al quinto della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a un terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale; 3) titolarità, anche quali depositarie o licenziatarie di almeno una privativa industriale, relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semi-conduttori o a una nuova varietà vegetale ovvero titolarità dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore, purché tale privativa sia direttamente afferente all'oggetto sociale e all'attività di impresa».

Come si evince - dalla riportata definizione - a differenza di quanto previsto per le start-up, il legislatore non restringe l'ambito applicativo sulla base dell'innovatività dell'oggetto sociale ma affida tale selezione esclusivamente agli indici di innovatività. Questi ultimi, come rileva M. COSSU, *Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione recente*, cit., p. 478, «sono qualitativamente gli stessi previsti per la start up [...], salvo che il volume qualificante della spesa per ricerca e sviluppo, così come la quantità di manodopera qualificata [...] sono quantitativamente inferiori». Per una più ampia analisi degli elementi di differenziazione tra start-up e PMI innovative cfr. anche A. BOLLETTINARI, *Le novità previste dal d.l. 3/2015/2015: l'introduzione delle "piccole e medie imprese innovative" e la modifica della disciplina della "start-up innovativa"*, in *Nuovo dir. soc.*, 2015, IV, p. 43 ss.; O. CAGNASSO, *Start up e P.M.I. innovative inquadramento*, in *Giurisprudenza italiana*, 2016, p. 2285 ss.; M. CIAN, *Società start-up innovative e PMI innovative*, cit.

All'art. 4, co. 3, d.l. n. 3/2015 si prevede inoltre la necessità che le PMI Innovative si iscrivano in apposita sezione del registro delle imprese; ai successivi commi da 4 a 6 si delineano il procedimento di iscrizione, le informazioni da iscriverne, la cadenza del loro aggiornamento e la pubblicità delle medesime. Inoltre, per le società che assumono tale qualifica il legislatore prevede all'art. 4, co. 9, d.l. n. 3/2015 l'estensione di parte della disciplina di favore già valevole per le start-up innovative e, ancora una volta, gli interventi più significativi sono per le PMI innovative costituite come società a responsabilità limitata (tutte le deroghe sono riportate in Appendice III); a tale riguardo v. L. BELLAVITE, *Le agevolazioni per le pmi innovative: un intervento multidisciplinare*, in *Riv. delle operazioni straordinarie*, 2015, IV, p. 12 ss.; D.M. MASSAINI, *Pmi innovative: semplificazioni e agevolazioni*, in *Dir. e prat. lav.*, 2015, p. 1218 ss.; M.G. COLOMBO, S. RICCI, *Le PMI innovative*, in *Finanziamenti & credito*, 2015, n. 10, p. 45 ss.

Si segnala, infine, che è stata prevista un'alternatività tra la qualifica di start-up e quella di PMI innovativa (v. *supra*, lett. d) della definizione), la quale induce a concludere - anche sulla scorta delle peculiarità delle due - che la seconda qualifica costituisce un'evoluzione della prima.

Ad ogni modo, precludere l'attribuzione della qualifica di PMI innovativa alle società iscritte nella sezione speciale dedicata alle start-up innovative non implica l'impossibilità per queste ultime - in prossimità della naturale scadenza del termine - di chiedere di essere qualificate come PMI innovative. Con maggior coerenza rispetto alla logi-

Proprio con quest'ultimo intervento si assiste ad una netta inversione di tendenza: alla logica del disegno legislativo che puntava all'incentivazione delle imprese *hi tech* se ne è sostituita una nuova, più ampia e generica: per fruire delle misure di cui si dirà poco oltre è pur sempre necessaria una qualifica soggettiva; tuttavia, mentre questa era in principio piuttosto restrittiva e poggiava sull'innovatività dell'oggetto sociale, da desumere sulla base di indici predeterminati dal legislatore, ora l'elemento da considerare attiene esclusivamente al dato dimensionale<sup>18</sup>.

### 3 L'assenza di una nozione univoca di PMI nell'ordinamento

Per ciò che attiene al d.l. n. 50/2017 si deve rilevare che, differentemente da quanto accaduto con riferimento a *start-up* e PMI innovativa, non è stato definito in modo puntuale l'ambito soggettivo di applicazione e ciò potrebbe determinare inconvenienti interpretativi, anche in considerazione della persistente mancanza nel nostro ordinamento di una definizione univoca di piccola e media impresa<sup>19</sup>.

Nonostante si tratti di una nozione indispensabile e funzionale al fine di determinare l'applicazione di specifiche previsioni normative, il legislatore lascia all'interprete il compito di "riempire" di contenuto l'espressione "PMI"<sup>20</sup>.

---

ca normativa, sembra di dover concludere più semplicemente per l'impossibilità di una contemporanea iscrizione in entrambe le sezioni. Non a caso, come rileva S. MICOSI, *Le imprese innovative*, cit., p. 183, le norme tecniche del Ministero dello Sviluppo Economico prevedono che «attraverso uno specifico codice l'impresa esercita simultaneamente la richiesta di cancellazione dalla sezione speciale *start-up* e richiede l'iscrizione nella sezione speciale PMI innovativa. Utilizzando questo meccanismo è possibile per l'impresa mantenere senza soluzione di continuità i benefici previsti per entrambe le predette figure di imprese innovative». Al riguardo v. anche A. SACRESTANO, *Dalle "start-up innovative" alle "PMI innovative"*, in *Corr. trib.*, 2015, p. 685 ss.

**18** Con questo intervento, come osserva P. BENAZZO, *Start up e PMI Innovative*, cit., p. 492, «le agevolazioni e le deroghe al diritto comune [...vengono] a distaccarsi da qualsiasi valutazione circa la natura innovativa dell'impresa (sul piano dunque prettamente qualitativo) e a degradare invece verso semplici misure di sostegno e promozione per imprese dimensioni sulla base di un criterio esclusivamente dimensionale (secondo un criterio dunque meramente quantitativo)».

**19** Ricorda O. CAGNASSO, *Tipi societari, categorie, "varianti" e la rilevanza delle dimensioni dell'impresa. Il "caso" del bilancio in forma abbreviata*, in *Giur. it.*, 2016, p. 2534 che «numerosi sono gli indici utilizzati o utilizzabili al fine di individuare le dimensioni dell'impresa. Naturalmente variano o possono variare a seconda del contesto preso in considerazione. Ed ancora, possono essere di carattere elastico e qualitativo (sia pure diretti a cogliere un profilo dimensionale), oppure rigidi e quantitativi, oppure ancora di natura quantitativa con correttivi di carattere qualitativo o anche alternativi».

**20** Al contrario, come si è avuto modo di esporre, il Legislatore si è premurato di fornire una specifica definizione di *Start-up* Innovativa e di PMI Innovativa per delineare il

A tal fine, si potrebbe richiamare la definizione di cui all'art.1, § 1, della Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea - introdotta nell'ordinamento nazionale per mezzo dell'art. 2, D.M. MISE 18 aprile 2005, - in base alla quale «*la categoria delle microimprese delle piccole imprese e delle medie imprese (PMI) è costituita da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di EUR oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di EUR*»<sup>21</sup>.

Analizzando la formulazione letterale della definizione si evince come il criterio relativo al numero degli occupati sia essenziale (sulla base della nozione *de qua* non potrà mai esserci una PMI con più di 250 addetti); viceversa, in considerazione della presenza della congiunzione "oppure", gli altri due indicatori risultano alternativi.

Sebbene a tale definizione faccia rinvio l'art. 4, d.l. n. 3/2015 con riferimento alla nozione di PMI innovativa, prima di assumerla come parametro nell'ambito del d.l. n. 50/2017, occorre integrare il discorso considerando circostanze ulteriori<sup>22</sup>.

In primo luogo, la Raccomandazione è un provvedimento di *soft law*, che rappresenta un mero invito ai singoli Paesi membri ed è privo di forza cogente. Inoltre, tale provvedimento è stato adottato per fornire una linea guida agli stati nell'avviare programmi a favore delle imprese in settori suscettibili di rientrare tra gli aiuti di stato<sup>23</sup>.

Si riscontrano peraltro due elementi che inducono a restringere l'ambito applicativo della definizione richiamata. Questa, da un lato, non considera solo i dati dimensionali della singola impresa, giacché la valuta in senso economico e quindi prende a parametro anche l'e-

---

perimetro di applicazione della legislazione speciale e ridurre almeno i possibili dubbi.

**21** Art. 1, § 1, COMMISSIONE EUROPEA, Raccomandazione del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese.

**22** Ritiene M. CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata. un modello "senza qualità"?*, in AA.VV., *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi, Studi in onore di Oreste Cagnasso*, cit, p. 23 ss. che «fra le varie definizioni di PMI in questo campo si debba fare riferimento a quella formulata dal diritto comunitario [...], richiamata anche per le PMI innovative (art. 4, d.l. n. 3/2015) e dalla disciplina dei portali di raccolta dei capitali (art. 1, comma 5-*novies*, t.u.f.)».

**23** A tal proposito, si ricorda che il D.M. MISE 18 aprile 2005 (Adeguamento alla disciplina comunitaria dei criteri di individuazione di piccole e medie imprese), all'art. 1 precisa che le sue previsioni fungono da «indicazioni per la determinazione della dimensione aziendale ai fini della concessione di aiuti alle attività produttive e si applica alle imprese operanti in tutti i settori produttivi»; pertanto, non siamo in presenza di una definizione valevole ad ogni fine ma, esclusivamente, per la concessione di aiuti di stato. Specifica F. TRUBIANI, *La microimpresa dentro e fuori il Codice del consumo (Prima parte)*, in *Studium iuris*, 2016, p. 999 che si tratta di una nozione che «non è vincolante se non in alcune materie, come gli aiuti di Stato, l'attuazione dei fondi strutturali o i programmi comunitari, segnatamente il programma quadro di ricerca e di sviluppo tecnologico. La Commissione europea, tuttavia, incoraggia vivamente gli Stati membri, la Banca europea per gli investimenti e il Fondo europeo d'investimento ad utilizzare tale classificazione come riferimento».

ventuale gruppo di afferenza dell'ente; dall'altro, esclude l'attribuzione della qualifica in caso di partecipazione pubblica al capitale<sup>24</sup>.

Ampliando allora il campo di analisi ad ulteriori definizioni di PMI, si nota che nel nostro ordinamento ne ricorrono almeno altre due, anch'esse di fonte eurounitaria. Una è quella di cui alla Direttiva 2013/34/UE<sup>25</sup> - sui bilanci delle società - attuata nel codice civile per quelli in forma abbreviata, l'altra è nel Regolamento 2017/1129/UE<sup>26</sup> in tema di prospetti di offerte pubbliche, a cui fa rinvio l'art. 1, co. 5-*novies*, t.u.f.<sup>27</sup>.

Nella prima, sono dettati tre parametri - più stringenti rispetto a quelli di cui alla citata Raccomandazione 361 del 2003 - dei quali devono ricorrere almeno due. In particolare, il totale dello stato patrimoniale deve essere inferiore a 20 milioni di euro, i ricavi netti derivanti dalla vendita dei beni e delle prestazioni non devono superare 40 milioni di euro ed i dipendenti occupati durante l'esercizio devono risultare inferiori a 250 unità<sup>28</sup>.

La nozione *de qua*, differentemente da quella contenuta nella precedente Raccomandazione, ha il pregio di escludere il riferimento al gruppo di afferenza. Infatti, la definizione dei gruppi di dimensioni

**24** Per ciò che attiene la prima limitazione (su cui v. 9° *considerando* Racc. 361/2003), secondo P. FERONE, *La determinazione del perimetro di valutazione nelle PMI*, cit., p. 363, se per un verso tende ad «evitare il fenomeno della frammentazione volontaria delle società affinché possano essere considerate PMI pur rappresentando, nella realtà, un intreccio di partecipazioni e sinergie molto più organizzate e strutturate in termini finanziari», dall'altro tale meccanismo - facendo riferimento alle società controllate e collegate - non è adeguato giacché rischia di escludere dalla nozione di PMI società che, sebbene legate finanziariamente, non hanno alcun legame operativo tra loro.

In base al 13° *considerando* della Raccomandazione 2003/361/CE «*al fine di evitare distinzioni arbitrarie tra i vari enti pubblici di uno Stato membro e a fini di certezza del diritto, è necessario confermare che un'impresa in cui almeno il 25 % dei diritti di capitale o di voto è controllato da un organismo collettivo pubblico o da un ente pubblico non è una PMI*».

**25** Art. 3, par. 3, Direttiva 2013/34/UE: «*sono medie imprese le imprese che non rientrano nella categoria delle microimprese o delle piccole imprese e che alla data di chiusura del bilancio non superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri seguenti: a) totale dello stato patrimoniale: 20.000.000 EUR; b) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40.000.000 EUR; c) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 250*».

**26** Regolamento 2017/1129/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 Giugno 2017.

**27** Ai sensi dell'art. 2, par. I, lett. f), punto I, Regolamento 2017/1129/UE, sono da considerare PMI le «*società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a 43.000.000 EUR e fatturato netto annuale non superiore a 50.000.000 EUR*».

**28** Soffermandoci sulla nozione recepita all'art. 2435-*bis* c.c., è evidente come sia funzionale al fine di snellire gli obblighi in tema di bilancio posti in capo alle società di minore dimensione.

medie è indicata separatamente<sup>29</sup>.

In questo caso, inoltre, onde accordare tale qualifica, è sufficiente che sussistano indistintamente due dei tre indicatori. In quella esaminata *supra*, invece, era necessario che uno dei due parametri da verificare fosse necessariamente quello afferente al numero dei dipendenti.

Si tratta, tuttavia, di una nozione introdotta per semplificare gli oneri burocratici in tema di bilancio per le società di dimensione medio-piccola, ne consegue che - come per la precedente - non si ha un ambito applicativo generale ma settoriale<sup>30</sup>.

Il Regolamento sul prospetto delle offerte pubbliche (2017/1129/UE), come si diceva, contiene anch'esso due distinte nozioni di PMI: una per la generalità delle società, l'altra per le sole quotate. La prima delle due è utilizzata nel nostro ordinamento dall'art. 1, co. 5-*novies*, t.u.f. per definire i portali per la raccolta dei capitali per le PMI ed è formata da tre indici dimensionali, consistenti nell'avere meno di 250 persone occupate, un fatturato annuo che non superi 50 milioni di euro ed un totale di bilancio annuo inferiore a 43 milioni di euro.

È proprio il rinvio che il d.lgs. 58/1998 fa alla definizione da ultimo esaminata che suggerisce di adottarla per determinare l'ambito applicativo dell'art. 57 del d.l. n. 50/2017. Oltre ad essere impiegata nel medesimo settore giuridico, tale definizione appare più ampia di quella di cui alla Raccomandazione 2003/361/CE<sup>31</sup>.

---

**29** Cfr. art. 3, par. 6, Direttiva 2013/34/UE in base al quale «i gruppi di dimensioni medie sono gruppi che non sono piccoli gruppi e sono composti da un'impresa madre e imprese figlie da includere nel bilancio consolidato e che, su base consolidata, alla data di chiusura del bilancio dell'impresa madre non superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri seguenti: a) totale dello stato patrimoniale: 20.000.000 EUR; b) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40.000.000 EUR; c) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 250».

**30** Rilevano F. FACCHINI, A. PAPINI, *Le semplificazioni del bilancio in forma abbreviata*, in *Bilancio, vigilanza e controlli*, 2018, 3, p. 19 che «il D.Lgs. 139/2015 ha introdotto significative novità per i soggetti che adottano il bilancio abbreviato, con l'obiettivo di ridurre gli oneri amministrativi conseguenti alla redazione e pubblicazione del bilancio d'esercizio, secondo quanto previsto dalla Direttiva UE 34/2013». Ciò, in particolare, si traduce in una serie di esoneri come quello dalla redazione del Rendiconto finanziario, (articolo 2435-*bis*, co. 2, c.c.) e della Relazione sulla gestione (art. 2435-*bis*, co. 6, c.c.) e in semplificazioni di esposizione, di informativa e di criteri di valutazione.

**31** Qualora si adottasse la definizione di cui alla Raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE, si darebbe la conseguenza per la quale una società a responsabilità limitata astrattamente qualificabile ai sensi del Testo unico della finanza come PMI non potrebbe offrire le proprie quote sui portali dal momento che non rispetterebbe i parametri di cui alla citata Raccomandazione.

Infatti, se si tiene conto di quanto osservato con riferimento alle possibili diverse combinazioni dei tre parametri che si possono avere, si desume che un'impresa con più di 250 addetti, un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di euro e un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro non potrà mai essere considerata PMI ai sensi della Raccomandazione 2003/361/CE, viceversa, potrà esserlo ai sensi del Testo Unico della finanza.

Infine, occorre soffermarsi su due ulteriori aspetti. In *primis* va rilevato che a differenza di *start-up* e PMI innovativa la qualifica di PMI «non dipende né è evincibile da alcuna iscrizione nel Registro delle Imprese: decisive sono, invece, le risultanze del bilancio di esercizio; in caso di società neocostituite, i cui conti non sono ancora stati chiusi, i dati in questione [...] sono oggetto di una stima in buona fede ad esercizio in corso»<sup>32</sup>.

Peraltro, in considerazione del fatto che l'attribuzione della qualifica dipende da fattori dimensionali (per loro natura variabili nel tempo), non è detto che questi vengano rispettati in modo continuativo: potrebbero alternarsi esercizi in cui la società sia qualificabile come PMI con altri in cui superi tali limiti, in definitiva si tratta di una qualifica precariamente attribuita<sup>33</sup>.

#### 4 La qualifica di S.r.l. innovativa o PMI come elemento funzionale per accedere a ulteriori canali di finanziamento

Le strade tradizionali di procacciamento di risorse da parte della società a responsabilità limitata disciplinata nell'ambito del Codice Civile consistono nell'aumento di capitale, nel ricorso al credito bancario, nell'emissione di titoli di debito e nell'autofinanziamento<sup>34</sup>.

---

La definizione *de qua* viene presa come parametro nell'ambito delle PMI S.r.l. nella prassi notarile, a riguardo cfr. M. MALTONI, A. RUOTOLO, D. BOGGIALI, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, in *Consiglio Nazionale del Notariato*, Studio n. 101-2018/I, p. 3 ss.

**32** M. NOTARI, *Introduzione*, in AA.Vv., *PMI, categorie di quote e le nuove frontiere delle società a responsabilità limitata*, Feder Notizie, 2020, p. 5. Inoltre, come puntualizza A. BUSI, *Applicabili nelle S.r.l. molte norme delle spa: le regole nei nuovi atti costitutivi*, in *Società & contratti, bilanci & revisione*, 2018, I, p. 8, «la qualifica di S.r.l./PMI non solo non richiede una specialità statutaria (come per la S.r.l. *start up* innovativa che doveva avere come oggetto sociale prevalente un'attività innovativa), ma non richiede nemmeno una decisione degli amministratori di presentare una apposita iscrizione in una sezione del Registro delle imprese (come per la S.r.l./PMI innovativa)».

**33** Secondo la ricostruzione di M. CIAN, *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in AA.Vv., *La società a responsabilità limitata: un modello transipico alla prova del Codice della Crisi*, cit., p. 31 ss., proprio questo "precario" posizionamento sotto le soglie nega la possibilità che possa assegnarsi un'autonomia tipologica alla s.r.l. PMI.

**34** Secondo A. BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci: considerazioni sui diritti particolari dei soci di società a responsabilità limitata tra struttura personalistica e capitalistica*, Milano, 2009, p. 213, nella S.r.l. «il capitale costituisce [...] il mezzo di finanziamento dell'impresa [...] di riferimento e va recuperato secondo tecniche tradizionali, e non ricorrendo al mercato dei capitali. Così si comprende il divieto di incorporazione della partecipazione in un titolo di credito; così si comprende la possibilità esclusiva di utilizzo del titolo di debito quale strumento "specifico" di reperimento di capitali di credito».

Tuttavia, come esposto, si tratta di canali non sempre agevolmente percorribili dalle società che operano nei settori innovativi<sup>35</sup>.

Tale rilievo, a tacer d'altro, trova conferma nella legislazione avviata dal citato d.l. n. 179/2012 che - oltre a consentire agli investitori una diversificazione delle opzioni di investimento - amplia i canali di finanziamento a disposizione delle *start-up* onde favorirne la crescita<sup>36</sup>.

In particolare, è ascrivibile al provvedimento da ultimo ricordato l'attribuzione a queste società costituite sotto forma di società a responsabilità limitata della facoltà di:

- a. creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, co. 2 e 3, c.c. (art. 26, co. 2, d.l. n. 179/2012);
- b. creare categorie di quote, anche in deroga all'art. 2479, co. 5, c.c., che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative (art. 26, co. 3, d.l. n. 179/2012);
- c. offrire al pubblico le proprie partecipazioni, in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, co. 1, c.c., anche attraverso i portali per la raccolta di capitali di cui all'art. 30 del d.l. n. 179/2012, nei limiti previsti dalle leggi speciali (art. 26, co. 5, d.l. n. 179/2012);
- d. compiere, in deroga al divieto stabilito dall'art. 2474 c.c., operazioni sulle proprie partecipazioni se in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali (art. 26, co. 6, d.l. n. 179/2012);
- e. prevedere, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, l'emissione di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli artt. 2479 e 2479-bis c.c. (art. 26, co. 7, d.l. n. 179/2012).

In forza del ricordato processo di estensione, tali istituti, ex art. 4, co. 9, d.l. n. 3/2015, dal 2015 si applicano anche alle PMI Innovative

---

**35** Per i profili peculiari all'emissione dei titoli di debito nell'ambito delle S.r.l. innovative si rinvia, in particolare, a E. FREGONARA, *Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle società a responsabilità limitata innovative "chiuse"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, I, p. 613 ss.; M. GARCEA, *Le "nuove" s.r.l. e l'autonomia statutaria: partecipazione sociale, indebitamento ed emissione di strumenti finanziari*, in *RiDP*, 2014, p. 581 ss.

**36** Così si esprime la Relazione illustrativa al d.l. n. 179/2012.

a r.l. e dal 2017 - come previsto dall'art. 57, co. 1, d.l. n. 50/2017 - sono state rese operative (ad eccezione della possibilità di cui alla lett. e)) per tutte le società a responsabilità limitata PMI<sup>37</sup>.

Così si perviene per il nostro ordinamento ad una compresenza nel medesimo tipo societario di un'accentuata autonomia statutaria (cfr. art. 2462 ss. c.c.) e della possibilità di attingere al mercato del capitale di rischio (cfr. art. 26, co. 5, d.l. n. 179/2012)<sup>38</sup>.

Se assumiamo quale prospettiva i canali di finanziamento della S.r.l. ben comprendiamo come il sedimentarsi di questi interventi normativi delinea un regime a geometrie variabili che dipende dalla qualifica assunta dalla società; in particolare, si può individuare una sorta di schema piramidale:

- alla base troviamo le società a responsabilità limitata innovative - vale a dire *start-up* e PMI - che hanno facoltà di attingere a pressoché tutti i canali di finanziamento sia codicistici che di nuova introduzione<sup>39</sup>;
- al livello intermedio si collocano le società a responsabilità limitata che soddisfano i requisiti per essere classificate come PMI che, rispetto alle società di cui al punto precedente, sono escluse della sola possibilità di emettere strumenti finanziari;
- al vertice abbiamo le S.r.l. di grandi dimensioni - classificate come tali in forza di una situazione di fatto negativa (non es-

**37** In dottrina, A.D. SCANO, *Il "tipo"*, in AA.Vv., *Le società a responsabilità limitata*, cit., p. 79, per ciò che attiene questo provvedimento vi individua uno «sconvolgimento nel sistema delle società di capitali» (in considerazione del «rimescolamento dei confini tipologici» che l'intervento legislativo in questione ha comportato); nello stesso senso G. PRESTI, *Vent'anni vissuti pericolosamente. T.U.F. e codice civile: una convivenza difficile*, in *Analisi giur. econ.*, 2019, p. 487 secondo il quale questo provvedimento costituisce «una vera e propria rivoluzione».

**38** È unanime la dottrina nel ritenere che il divieto codicistico di attingere al mercato del capitale di rischio - confermato dalla riforma del 2003 - per le società a responsabilità limitata costituisca un "contrappeso" alla spiccata autonomia statutaria che viene a questa riconosciuta. In tal senso si esprime O. CAGNASSO, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, cit., p. 1726 ss. e G. ZANARONE, *L'accentuazione dell'autonomia statutaria nella nuova società a responsabilità limitata*, in AA.Vv., *Progetto Mirone e modelli organizzativi per la piccola e media impresa*, a cura di V. Afferni, L. De Angelis, Milano, 2001, p. 212 ss.

Se infatti si fa riferimento al rapporto tra questi due elementi nell'ambito delle società di capitali, rileva V. DI CATALDO, *Società a responsabilità limitata e autonomia statutaria. Un regalo poco utilizzato, e forse poco utile*, cit., p. 561 ss., come «l'autonomia statutaria è piuttosto contenuta per le società per azioni che si collocano sul mercato del capitale di rischio, è più accentuata per le società per azioni che non si collocano sul mercato del capitale di rischio, e diviene sensibilmente più marcata per la società a responsabilità limitata».

**39** Dalle definizioni di *start-up* e PMI innovative, operando un'interpretazione sistematica, si desume la costituzione della nuova macro categoria delle imprese innovative. Queste possono essere definite come quelle imprese di dimensione medio-piccola che sono impegnate in attività economiche connesse alla ricerca scientifica ed allo sviluppo tecnologico.

sere PMI) - per le quali non sono previsti scostamenti dalla disciplina codicistica, fermo restando che - come prevede l'art. 31, co. 4, d.l. n. 179/2012 - per la *start-up* costituita in forma di S.r.l., le clausole eventualmente inserite nell'atto costitutivo ai sensi dei co. 2, 3 e 7 dell'art. 26, mantengono efficacia limitatamente alle quote di partecipazione già sottoscritte e agli strumenti finanziari partecipativi già emessi.

Se si amplia il perimetro dell'indagine per comprendere come questa configurazione si rapporti con quella dei modelli azionari, la descritta piramide, secondo l'efficace immagine impiegata da autorevole dottrina, andrebbe a costituire la parte inferiore di una più ampia clessidra che si compone, nella sezione superiore di ulteriori livelli: nella parte più stretta troviamo le S.p.A. chiuse, nel mezzo le azionarie con titoli diffusi tra il pubblico in misura rilevante e in cima le società quotate in mercati regolamentati<sup>40</sup>.

Agli estremi - inferiore e superiore - si posizionano, quindi, le società innovative e le azionarie quotate che, sebbene con differenziazioni non secondarie tra loro, possono accedere al mercato del capitale di rischio, invece, nella sezione più stretta si rinviene la S.r.l. di grandi dimensioni a cui è precluso l'accesso ai nuovi canali di finanziamento che caratterizzano gli altri segmenti<sup>41</sup>.

A questo punto della nostra indagine, con particolare riferimento alle società innovative - in ciò includendo tanto le *start-up* quanto le PMI - pare interessante soffermare la nostra attenzione sulle forme di *work for equity* introdotte dal legislatore sin dal 2012 con lo scopo di stimolare i prestatori di lavoro dell'impresa al perseguimento di risultati sempre più performanti. In questo ambito vengono in rilievo due istituti in particolare: le operazioni sulle proprie quote e l'emissione di strumenti finanziari partecipativi.

---

<sup>40</sup> N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, cit., p. 501 ss.

<sup>41</sup> Ricostruisce N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, cit., p. 520 ss. che ove la S.r.l. non PMI «intenda assecondare un'ulteriore crescita ricorrendo al mercato del capitale di rischio (e senza sacrificare il numero dei dipendenti), sarà inevitabilmente sospinta dal nuovo quadro normativo a fuoriuscire dal centro della clessidra, per raggiungere la parte superiore della stessa, dove si collocano le società azionarie e al cui vertice campeggia l'auspicato approdo evolutivo finale della quotazione in borsa».

## 5 Il compimento di operazioni sulle proprie partecipazioni subordinato alla realizzazione di piani di incentivazione per dipendenti, collaboratori e amministratori

Importante deviazione di disciplina per le società innovative S.r.l., peraltro estesa a tutte le S.r.l. PMI, si rinviene all'art. 26, co. 6, d.l. n. 179/2012, che a certe condizioni permette a queste società di derogare al divieto di cui all'art. 2474 c.c., in base al quale la società non può acquistare o accettare in garanzia partecipazioni proprie, ovvero accordare prestiti o fornire garanzia per il loro acquisto o la loro sottoscrizione<sup>42</sup>.

In particolare, si prevede che tali operazioni sono legittime ove poste in essere in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali della società<sup>43</sup>.

<sup>42</sup> Si tratta di un divieto che la dottrina fonda sulla base di diverse circostanze. In primo luogo, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit. p. 442 ss., osserva che ciò si giustifica in forza del principio della "confusione" di cui all'art. 1253 c.c.; infatti, in caso di acquisto o sottoscrizione di proprie partecipazioni si assommerebbero in capo alla società le posizioni di creditore e debitore di un medesimo rapporto. Al contempo, l'A. giustifica la deroga in ambito azionario rilevando come ciò sia possibile in forza delle «caratteristiche di oggettivazione, personalizzazione e destinazione alla circolazione che la partecipazione azionaria mantiene anche in assenza di incorporazione in un titolo e che mancano invece completamente nella quota di s.r.l.». Giustifica tale divieto S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata. Lezioni sul modello societario più diffuso*, cit., p. 98 ss. con la considerazione in base alla quale si ha una «più spinta personalizzazione della partecipazione sociale nella s.r.l., che ne impedisce la oggettivazione necessaria a sganciarla dalla persona del socio». E, ancora, secondo G. RACUGNO, *Le operazioni sulle proprie partecipazioni*, in AA.Vv., *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze, Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, Torino, 2011, p. 653, si tratta di un divieto che affonda le sue radici nella «tutela del capitale stesso e quindi dei creditori della società».

In caso di violazione di tale divieto, come ricostruito da N. ABRIANI, *La società a responsabilità limitata*, in AA.Vv., *Diritto delle società. Manuale breve*, cit., p. 232, si applica analogicamente «l'art. 2357-quater, commi 2 e 3: quindi esse si intenderanno sottoscritte dai soci fondatori o, in caso di aumento di capitale, dagli amministratori personalmente e in caso di acquisto da questi ultimi».

<sup>43</sup> Riscontrano M. MALTONI, A. RUOTOLO-D. BOGGIALI, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, cit., p. 3 ss., che «si tratta di norma che nelle S.p.A. trova il proprio corrispondente nell'art. 2358, comma 8, che esclude l'applicabilità della disciplina delle operazioni sulle proprie azioni quando queste siano effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate»; tuttavia, aggiunge R. OCCHILUPO, *S.r.l. ordinaria, S.r.l. semplificata e start-up innovative costituite sotto forma di s.r.l.: quali vantaggi da una destrutturazione del diritto societario?*, cit., p. 419 ss., che a queste società «è offerto uno spazio di manovra più ampio di quello consentito nella disciplina delle S.p.A. che permette l'acquisto e la sottoscrizione di azioni proprie nel caso siano finalizzati a "favorire l'acquisto da parte dei dipendenti della società"»; infatti, subito si dirà come il novero di soggetti ai quali si riferisce l'art. 26, co. 6, d.l. n. 179/2012 è più ampio.

Tale deroga, come si comprende dalla lettura del testo normativo, risulta teleologicamente orientata ad attrarre alla società competenze professionali e organizzative importanti per tutte le imprese e spesso essenziali per quelle operanti in settori innovativi<sup>44</sup>.

Questo vincolo funzionale, di conseguenza, continua ad escludere per tali società la possibilità di porre in essere operazioni puramente speculative sulle proprie partecipazioni.<sup>45</sup>

### 5.1 La possibilità dell'estensione analogica della disciplina prevista in ambito azionario

In forza dell'assenza di ulteriori specificazioni normative e, al contempo, della rilevanza di tale facoltà, l'interprete è chiamato ad un attento lavoro per individuare la disciplina applicabile. In particolare, la dottrina appare frammentata in merito alla possibilità di estendere le procedure, i limiti e i vincoli che il codice civile prevede per queste operazioni nell'ambito dei tipi azionari (cfr. art. 2357 ss. c.c.).

L'intervento più completo ed esaustivo sul tema è rappresentato dalle massime della commissione societaria del Consiglio Notarile di Milano. Vengono in rilievo, in particolare, le massime 178 (Emissione e sottoscrizione di quote proprie da parte di s.r.l. PMI) e 179 (Acquisto di quote proprie da parte di s.r.l. PMI).

Per ciò che attiene l'acquisto delle partecipazioni, in particolare, si tratta di un'operazione realizzabile ove ciò sia espressamente previsto dall'atto costitutivo della società e previa autorizzazione dei soci<sup>46</sup>.

<sup>44</sup> Cfr. P. BENAZZO, *Start up e PMI Innovative*, cit., p. 500 e A. BUSI, *Applicabili nelle S.r.l. molte norme delle spa: le regole nei nuovi atti costitutivi*, cit., p. 10. In particolare, rileva M.R. LENTI, *Nuove frontiere della società a responsabilità limitata: le operazioni sulle proprie quote*, in AA.Vv., *PMI, categorie di quote e le nuove frontiere delle società a responsabilità limitata*, cit., p. 115 ss., che «nelle piccole medie imprese, il coinvolgimento dei lavoratori ha un doppio obiettivo. In primis, quello di rafforzare la struttura dell'impresa, raccogliendo capitale e accogliendo nella compagine sociale il numero più alto possibile di investitori. In secondo luogo, quello di garantire il successo dell'iniziativa imprenditoriale».

<sup>45</sup> R. OCCHILUPO, *S.r.l. ordinaria, S.r.l. semplificata e start-up innovative costituite sotto forma di s.r.l.: quali vantaggi da una destrutturazione del diritto societario?*, cit., p. 419 ss.

<sup>46</sup> Così CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, COMMISSIONE SOCIETARIA, *Massima 179, Acquisto di quote proprie da parte di s.r.l. PMI*, che, appunto, si riferisce alla necessaria autorizzazione dei soci. Invece, O. CAGNASSO, *La S.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, in AA.Vv., *Le società a responsabilità limitata*, cit., p. 124, rileva come sia necessaria un'autorizzazione da parte dell'assemblea. Ad ogni modo, in forza del disposto di cui all'art. 2479, co. 3, c.c., il consenso - ove ciò sia ammesso dall'atto costitutivo - potrà formarsi tramite consultazione scritta o consenso per iscritto, infatti, non reputiamo che tale ipotesi possa ricondursi ai casi di cui all'art. 2479, co. 2, c.c. che indica le materie in cui la decisione è riservata all'assemblea.

Nell'ambito delle Massime viene sottolineata la sussistenza di un tetto massimo, giacché si può procedere nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili quali risultanti dall'ultimo bilancio approvato; ciò perché si ripropongono i medesimi aspetti problematici che emergono con riferimento ai modelli azionari, amplificati dalla - concreta - possibilità che la società sia dotata di un capitale irrisorio<sup>47</sup>.

Compiuta l'operazione di *buy back* «il diritto agli utili e il diritto di opzione sono attribuiti proporzionalmente alle altre quote. Il diritto di voto è sospeso, ma le quote proprie sono tuttavia computate ai fini del calcolo delle maggioranze e delle quote richieste per la costituzione e per le deliberazioni dell'assemblea»<sup>48</sup>.

In dottrina, inoltre, al fine di evitare il rischio di annacquamento del capitale sociale si reputa opportuno - alla stregua di quanto accade nelle S.p.A. - che si operi solo su quote interamente liberate e che si costituisca una riserva indisponibile di importo equivalente all'operazione<sup>49</sup>.

Data la formulazione ampia della norma, deve anche ammettersi la sottoscrizione di proprie quote. Differentemente che nei modelli azionari - per i quali l'art. 2357-*quater* c.c. prevede un divieto assoluto di sottoscrizione delle proprie azioni -, ricostruisce la massima 178 che la società può deliberare un aumento di capitale gratuito che preveda l'assegnazione di quote, anche di speciale categoria, a favore della società; tuttavia, la legittimità dell'operazione è subordinata all'esistenza dei piani di incentivazione richiesti dalla norma e

---

**47** In tal senso, oltre a CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, COMMISSIONE SOCIETÀ, *Massima n. 179*, si esprimono A. BUSI, *Applicabili nelle S.r.l. molte norme delle spa: le regole nei nuovi atti costitutivi*, cit., p. 12 ed O. CAGNASSO, *La S.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, in: AA.Vv., *Le società a responsabilità limitata*, cit., p. 124 ss. In senso contrario v. M. MALTONI, A. RUOTOLO, D. BOGGIALI, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, cit., p. 4 ss. secondo i quali «poiché la facoltà di operare sulle proprie partecipazioni è consentita laddove ricorra lo scopo di incentivare l'acquisto da parte dei collaboratori dell'impresa, sembra doversi escludere la possibilità di avvalersi della disciplina dettata per le S.p.A. tanto dall'art. 2357 c.c., che consente genericamente l'acquisto di partecipazioni proprie nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato, quanto dall'art. 2357-bis c.c., sui casi speciali di acquisto delle proprie partecipazioni».

**48** CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, COMMISSIONE SOCIETÀ, *Massima n. 179*.

**49** Per ciò che attiene il primo aspetto v. F. LAURINI, *Quote proprie di s.r.l. PMI e operazioni sul capitale*, relazione tenuta al convegno dal titolo *s.r.l. pmi e volontaria giurisdizione societaria nuovi orientamenti notarili e del tribunale delle imprese*, organizzato dal Consiglio Notarile di Milano e dalla Scuola di Notariato della Lombardia, tenutosi il 30 novembre 2018, e O. CAGNASSO, *La S.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, in: AA.Vv., *Le società a responsabilità limitata*, cit., p. 125 ss. In tal senso Cfr. anche Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *massima I n. 13*. Invece, il secondo elemento si trova in R. OCCHILUPO, *S.r.l. ordinaria, S.r.l. semplificata e start-up innovative costituite sotto forma di s.r.l.: quali vantaggi da una destrutturazione del diritto societario?*, cit., p. 419 ss.

postula che la decisione - salva diversa previsione dell'atto costitutivo - sia assunta all'unanimità<sup>50</sup>.

Sarà comunque necessario che per il compimento dell'operazione si impieghino «utili distribuibili e riserve disponibili in modo da consentire l'integrale liberazione delle partecipazioni sottoscritte dalla società»<sup>51</sup>.

La massima 178 ammette che i soci - nel deliberare un aumento di capitale a pagamento - autorizzino «*in sede di collocamento dell'inoptato, la sottoscrizione di quote proprie a condizione che (i) la sottoscrizione sia effettuata in attuazione di piani di incentivazione [...], e che (ii) la sottoscrizione avvenga mediante imputazione a capitale di riserve disponibili*»<sup>52</sup>.

Emerge dalle ricostruzioni sin qui proposte come l'attenzione della dottrina sia tesa a rivestire le operazioni di acquisto delle proprie partecipazioni di tutte le cautele previste nell'ambito dei modelli azionari. Ad ogni modo, sembra di poter ritenere che nel fare ciò non sia stato adeguatamente valorizzato il dato normativo di cui all'art. 26, co. 6, d.l. n. 179/2012.

È innegabile che anche nell'ambito delle S.r.l. PMI sussistano i rischi che dette operazioni comportano nei modelli azionari; tuttavia, si impone una regolamentazione più *soft* in forza dell'espressa limitazione all'operatività dell'istituto.

Ove tali operazioni non fossero incardinate nei piani di incentivazione di cui si è detto, infatti, riproporrebbero - con forza forse ancora maggiore - i rischi e i pericoli propri della gestione finanziaria delle partecipazioni (limiti quantitativi, computo nei *quorum*, disposizione delle partecipazioni, ecc.); tuttavia, la logica legislativa sottesa alle operazioni *de quibus* nelle S.r.l. PMI è differente rispetto a quanto previsto nei modelli azionari.

Come anticipato, l'operazione di acquisto o sottoscrizione non com-

**50** Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, COMMISSIONE SOCIETÀ, *Massima n. 178 Emissione e sottoscrizione di quote proprie da parte di s.r.l. PMI*. È richiesta l'unanimità dei consensi dal momento che l'operazione lede il diritto di opzione dei soci a ricevere un numero proporzionale di quote sulla base della partecipazione al capitale sociale. L'art. 2481-ter 2° co c.c. prevede che in caso di aumento gratuito di capitale la quota di ciascun socio debba rimanere immutata; pertanto, è necessario che siano tutti i soci a rinunciare al proprio diritto onde poter realizzare l'operazione. Come osserva F. LAURINI, *Quote proprie di s.r.l. PMI e operazioni sul capitale*, relazione, cit., trattandosi di un principio «a vantaggio esclusivo dei soci [...] è derogabile o con delibera assunta all'unanimità o in virtù di apposita clausola statutaria che preveda la possibilità di decidere a maggioranza, tuttavia, tale clausola dovrà essere introdotta all'unanimità».

**51** F. LAURINI, *Quote proprie di s.r.l. PMI e operazioni sul capitale*, relazione, cit.

**52** CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, COMMISSIONE SOCIETÀ, *Massima n. 178*, cit. Peraltro, osserva F. LAURINI, *Quote proprie di s.r.l. PMI e operazioni sul capitale*, relazione, cit., che «la sottoscrizione continua ad essere un atto esecutivo di una delibera di aumento a pagamento il che non attiva il principio di proporzionalità stabilito dall'art. 2481-ter c.c. e ciò fa ritenere che possa essere assunta a maggioranza».

porta che le proprie partecipazioni rimangano nella disponibilità della società per un lasso di tempo indeterminato. Anzi, ancor prima dell'operazione già deve essere esplicitato l'impiego che se ne farà. Come detto, in assenza di tali piani l'operazione è illegittima; pertanto, la discrezionalità degli amministratori nella gestione delle partecipazioni e le possibilità di abusi e deviazioni sono sensibilmente più circoscritti.

Paiono, invece, fondati i timori con riferimento al momento dell'acquisto o della sottoscrizione che, di conseguenza, dovranno essere compiuti con riserve disponibili o utili non distribuiti.

## 6 L'emissione di strumenti finanziari

Alle S.r.l. innovative, inoltre, è stata accordata la possibilità di emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli articoli 2479 e 2479-bis c.c. (art. 26, co. 7, d.l. n. 179/2012).

Sebbene la formulazione normativa sia rivolta a tutte le *start-up* innovative (il legislatore si riferisce all'atto costitutivo delle società di cui all'art. 25, co. 2, d.l. n. 179/2012), in considerazione del fatto che per i modelli azionari è già prevista la possibilità di emettere tali strumenti (cfr. art. 2346, co. 6, c.c.) la dottrina propende per l'applicabilità del medesimo alle sole società a responsabilità limitata<sup>53</sup>.

Bisogna rilevare come il grado di autonomia accordato ai soci sia elevato: il legislatore lascia all'atto costitutivo «la definizione della disciplina di questi strumenti in merito alla scelta dell'organo competente per l'emissione, al regime di circolazione, ai caratteri e ai diritti spettanti ai sottoscrittori, nonché alle sanzioni applicabili in caso di inadempimento delle prestazioni cui sono obbligati i titolari degli stessi strumenti»<sup>54</sup>.

<sup>53</sup> Ritengono che - aldilà del dettato normativo - si tratti di una previsione specificatamente prevista per le S.r.l. anche M. MALTONI, P. SPADA, *L'impresa start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013, p. 1113 ss. e L. SALVATORE, *Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*, cit., p. 1513 ss. Tale conclusione è supportata da diversi fattori. In primo luogo, è la stessa formulazione normativa - con il riferimento esplicito agli articoli 2479 e 2479-bis c.c. - a catalizzare l'interprete verso l'applicazione della norma alle sole società per quote; inoltre, si ha un dato sistematico giacché i modelli azionari possono emettere strumenti di questo genere in forza del disposto di cui all'art. 2346, co. 6, c.c. Ne deriva che - qualora se ne predicasse l'applicazione anche per tali società - si avrebbe un'inutile duplicazione. Osserva M. GARCEA, *Le "nuove" s.r.l. e l'autonomia statutaria: partecipazione sociale, indebitamento ed emissione di strumenti finanziari*, cit., p. 598, che «per tutte le altre società, pur se non *start-up* è già testualmente riconosciuta la scelta di emettere strumenti finanziari dalla disciplina generale nel codice civile».

<sup>54</sup> E. FREGONARA, *L'"equity based crowdfunding": un nuovo modello di Finanziamento per le "startup" innovative*, cit., p. 2296.

Il legislatore si limita a delineare il perimetro degli apporti per l'emissione degli strumenti finanziari e ad indicare le categorie di diritti che l'atto costitutivo può attribuire ai portatori. Per ciò che attiene il primo aspetto la norma parla genericamente di apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi. Ne consegue che saranno «idonei ad essere apportati in una *start up* innovativa a responsabilità limitata beni quali denaro, crediti, prestazioni di opere e servizi, obblighi di natura contrattuale, obblighi di *non facere*, *know how* ed ogni altra entità suscettibile di una valutazione economica che possa essere utile alla società»<sup>55</sup>.

Più articolate devono essere le riflessioni in tema di diritti attribuibili. Ancora una volta è opportuno avviare l'indagine dal dato normativo. Il ricordato art. 26, co. 7, d.l. n. 179/2012 statuisce che tali strumenti possano attribuire diritti patrimoniali o anche diritti amministrativi, salvo escludere quello di voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli artt. 2479 e 2479-bis c.c..

Con riferimento alla prima classe di diritti l'autonomia non è assoluta. Come per le categorie di quote, si deve considerare che l'art. 25, co. 2, lett. e), del d.l. n. 179/2012 esclude per le *start-up* innovative - ma tale previsione non si estende alle PMI innovative - la distribuzione di utili. Riguardo i diritti amministrativi l'atto costitutivo potrà accentuare l'aspetto afferente all'informativa endosocietaria, ovvero, alla gestione. Di conseguenza «essi possono comprendere i diritti di informazione e controllo attribuiti al socio *ex art.* 2476 c.c.»<sup>56</sup>.

Qualche incertezza suscita in dottrina la possibilità che si possa riconoscere agli strumentisti il diritto di nominare un amministratore; ebbene, non sembrano ricorrere ragioni tali da indurre ad escludere tale possibilità. La nomina di un rappresentante in seno all'organo amministrativo, sulla falsa riga di quanto disposto dall'art. 2351, co. 3, c.c. per gli SFP in ambito azionario - «sembra suffragata dall'identità funzionale della disciplina speciale con il modello azionario»<sup>57</sup>. Peraltro, nel tipo a responsabilità limitata la nomina *extra* assembleare di un gerente non costituisce una novità; è pacifico che questa possa essere operata anche da un singolo socio in forza di un diritto particolare *ex art.* 2468, co. 3, c.c..

<sup>55</sup> S. GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, cit., p. 576. Come rileva P. BENAZZO, *Start up e PMI Innovative*, cit., p. 500, non deve «stupire la possibilità di apporti anche di opera o servizi, che già la stessa disciplina legale di diritto comune ammette essere oggetto addirittura di conferimento a capitale di rischio».

<sup>56</sup> S. GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, cit., p. 576. Anche M. CIAN, *Le società start-up innovative. Problemi definitori e tipologici*, cit., p. 425, ritiene che «il riferimento ai "diritti amministrativi" sembra potersi sicuramente riferire a diritti di informazione o di controllo, quali quelli attribuiti *ex lege* al socio (art. 2476 c.c.)».

<sup>57</sup> M. CIAN, *Le società start-up innovative. Problemi definitori e tipologici*, cit., p. 425.

Altro interrogativo che sorge con riferimento a tali strumenti attiene alla possibilità che questi vengano strutturati come titoli di debito ex art. 2483 c.c., in cui il carattere partecipativo sia rinvenibile solo con riferimento ai diritti amministrativi ad essi attribuiti. In particolare, è dubbio se in questi casi debbano applicarsi le regole di cui al ricordato articolo ovvero si ricada nella possibilità offerta dall'art. 26, co. 7, d.l. n. 179/2012.

Tale dubbio verte sulla nota disputa dottrinale sull'accezione con cui è impiegato il termine partecipativi in questo specifico ambito (cfr. già art. 2346, co. 6, c.c.). Mentre alcuni Autori pongono l'attenzione sui diritti che essi attribuiscono allo strumentista onde consentirgli di essere parte attiva nell'organizzazione sociale, altra parte della dottrina fonda tale qualificazione sulla partecipazione al rischio d'impresa<sup>58</sup>.

Per quanto già argomentato in altra sede, riteniamo sussistano elementi per concludere come si tratti di strumenti che «rendono il ti-

**58** Si iscrive nella prima corrente di pensiero chi ritiene che gli SFP sarebbero veri e propri titoli di debito per i quali andrebbe previsto un diritto al rimborso del capitale versato in fase di sottoscrizione; in particolare accanto alle azioni, andrebbe individuata la macro categoria degli strumenti finanziari nella quale dovrebbero annoverarsi tutti gli strumenti emessi dalle società, diversi dalle azioni. Ivi, andrebbe individuata la sottocategoria degli strumenti finanziari partecipativi, caratterizzati dalla "partecipazione "alla organizzazione", non anche di quella al rischio G. FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, p. 825. In base a questa ricostruzione, agli SFP dovrebbe applicarsi la disciplina delle obbligazioni e non quella delle azioni; così B. LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, p. 9 ss.; P. SPADA, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 621 ss.; S. PERUGINO, *Gli strumenti finanziari alla luce della riforma del diritto societario*, in *Soc.*, 2004, p. 941 ss.; M. NOTARI, A. GIANNELLI, *Commento all'art. 2346, comma 6, c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, p. 84 ss.

Una seconda corrente di pensiero fonda la differenza tra strumenti partecipativi e non partecipativi sulla condivisione da parte dei possessori al rischio d'impresa. In base a tale orientamento gli SFP sono strumenti «introdotti in declinazione della disciplina del conferimento, essi gravitano sempre e comunque nell'orbita del capitale di rischio e costituiscono forme di partecipazione, diverse ed eventuali, alla, e di sopportazione dei rischi della, attività comune» (A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, Torino, 2010, p. 139). In altre parole, così come le azioni, anche gli SFP devono essere qualificati come strumenti di raccolta di capitale di rischio (L. ENRIQUES, *Quantum non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, II, *passim*): questi sono soggetti ad una peculiare disciplina della remunerazione dell'investimento, rappresentata da una compartecipazione al risultato d'impresa (evidentemente aleatorio tanto nel quantum, quanto nell'an); inoltre, non vi è alcun obbligo in capo all'emittente della restituzione dell'apporto ma una mera compartecipazione sul residuo (così N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in AAVv., *Trattato di diritto commerciale*, vol. IV, tomo I, *Le società per azioni*, Milano, 2010, p. 336). Del resto, osserva M. MANULI, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle S.p.A.: riflessioni critiche*, in *Società*, 2013, XI, p. 1191, come vi siano importanti elementi che facciano propendere per questa seconda ricostruzione; si pensi alla collocazione dell'art. 2346 c.c. ovvero al contenuto della relazione al d.lgs. n. 6/2003.

tolare partecipe del rischio d'impresa»<sup>59</sup>; di conseguenza qualora la società volesse emettere strumenti che garantiscono il rimborso del capitale a scadenza dovrebbe necessariamente avvalersi dello schema dei titoli di debito di cui all'art. 2483 c.c.<sup>60</sup>.

## 7 Riflessioni conclusive

Gli interventi normativi di cui si è dato conto si inseriscono in un solco legislativo - inaugurato con la riforma organica del diritto delle società - che indirizza, in modo neanche troppo celato, gli imprenditori ad adottare il tipo a responsabilità limitata.

In particolare, gli interventi in ambito di operazioni sulle proprie partecipazioni ed emissione di strumenti finanziari - sebbene i secondi riservati alle sole iS.r.l. - favoriscono proprio il tipo societario per quote giacché in questo modo una S.r.l. - alla stregua di quanto accade nei modelli azionari - è in grado di « remunerare le collaborazioni esterne senza appesantire la propria situazione finanziaria (sistemi di c.d. *work for equity*), nonché reperire provviste finanziarie senza coinvolgere i terzi nella *governance*»<sup>61</sup>.

Come si comprende dallo studio condotto sino ad ora, i due istituti - sebbene accomunabili sotto il profilo teleologico - sono profondamente diversi tra loro.

Se assumiamo quale prospettiva d'indagine quella della società ci accorgiamo come la possibilità di sottoscrivere quote proprie - meno evidente il dato è per il *buy back* - per poi attribuirle ai lavoratori e ai prestatori d'opera consente di perseguire due risultati: per un verso le risorse impiegate nella sottoscrizione rimangono nel patrimonio aziendale giacché si avrebbe una semplice partita di giro da riserve disponibili o utili non distribuiti a capitale, d'altro canto introduce uno stretto legame tra società e titolare della quota che sa-

<sup>59</sup> G. PERCOCO, *La conversione dei crediti bancari in strumenti finanziari partecipativi quale strategia durante la crisi temporanea dell'impresa societaria*, in *Dir. fall.*, 2017, p. 1424 al quale sia consentito rinviare per le argomentazioni a sostegno di tale conclusione.

<sup>60</sup> Articolata è la posizione sul punto di N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, p. 509 ss., secondo il quale (I) tutte le società a responsabilità limitata possono emettere SFP con diritto di rimborso, trovando però in tal caso applicazione i limiti dettati dall'art. 2483 c.c. ed inoltre la preclusione al riconoscimento anche di diritti amministrativi; (II) nelle S.r.l. innovative gli SFP possono prevedere, al contempo, il diritto di rimborso unitamente a diritti amministrativi e (III) gli SFP «senza diritto di rimborso, emessi a fronte di apporti destinati a rafforzare il patrimonio netto della società, e dunque alla formazione di un'apposita riserva, possono essere emessi dalle s.r.l. innovative e possono da queste soltanto essere offerti direttamente sul mercato, senza soggiacere ai limiti di cui all'art. 2483 c.c.».

<sup>61</sup> E. FREGONARA, *L'«equity based crowdfunding»: un nuovo modello di Finanziamento per le «startup» innovative*, cit., p. 2296.

rà così incentivato a che l'ente ottenga risultati migliori nel perseguimento dell'oggetto sociale.

L'emissione di strumenti finanziari, invece, consente alla società di acquisire prestazioni d'opera o di servizi senza dover sopportare un esborso monetario che potrebbe andare a compromettere una struttura finanziaria già fragile come quella delle società innovative in fase di avvio dell'attività.

È evidente, inoltre, che ambo gli istituti sono accomunati dalla traslazione sul quotista o sullo strumentista del rischio: infatti, in questi casi il titolare potrebbe perdere l'apporto o il corrispettivo del valore della quota in cd. *default* della società.

In definitiva si tratta di strumenti molto utili ma al contempo complessi che possono essere potenzialmente vantaggiosi per la società ma al contempo rischiosi per coloro i quali li ricevono o li sottoscrivono, pertanto, prima di procedere occorre ben temperare tutti gli aspetti connessi all'operazione.