

AMMINISTRAZIONE PUBBLICA
Amministrazione pubblica, in genere

**IMPRESE INNOVATIVE E NUOVE FONTI DI FINANZIAMENTO - L'EQUITY BASED CROWDFUNDING:
UN NUOVO MODELLO DI FINANZIAMENTO PER LE START UP INNOVATIVE**

Elena Fregonara

L 17/12/2012, n. 221

L 09/08/2013, n. 99

L 24/03/2015, n. 33

FONTE

Giur. It., 2016, 10, 2285

Sommario: La cornice normativa - L'ambito applicativo: due tessere di uno stesso mosaico? - I gestori di portali: un ruolo cruciale - Le offerenti: in particolare, le *start up* innovative - La peculiare disciplina delle *start up* innovative - Le *start up* innovative s.r.l. nel sistema societario - Lo "statuto speciale" per le *start up* innovative - La delicata posizione degli investitori: rischi e presidi - L'operazione: i presupposti e le conseguenze - Note conclusive

In uno scenario economico complesso ed incerto, il legislatore è intervenuto sul sistema societario e finanziario, introducendo le *start up* innovative e con quelle un nuovo modello di finanziamento che si pone in alternativa ai canali istituzionali, il c.d. *equity based crowdfunding*: si tratta di temi strettamente correlati che, in un breve arco di tempo, hanno già subito incisive, ma forse anche fisiologiche, operazioni di *restyling*, nel dichiarato tentativo di creare un ecosistema ideale per lo sviluppo e la crescita del Paese. In questa prospettiva, il lavoro si propone di accompagnare il lettore nella comprensione di fenomeni, sottoposti ad una rapida e costante evoluzione normativa, che paiono aver determinato una micro-riforma nel mondo della finanza e delle società.

La cornice normativa

Con gli anglicismi "*start up*" (innovative) e "*crowdfunding*", manifestazioni di un inesorabile processo di contaminazione linguistica a cui ormai ci siamo abituati, forse anche un po' rassegnati, il nostro legislatore ha individuato due fenomeni di recente diffusione e in continua espansione: i relativi istituti sono entrati, ufficialmente, nel nostro ordinamento a fine 2012 con il D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, noto come Decreto crescita *bis*, convertito con modifiche nella L. 17 dicembre 2012, n. 221.

Da quel momento le evoluzioni, talvolta abrogative, talaltra fortemente modificative, della disciplina dei due istituti hanno percorso sentieri faticosi, ma diversi.

Le norme dedicate alle *novissime start up* innovative sono state rimaneggiate, dopo pochissimi mesi dalla loro emanazione, con il D.L. 28 giugno 2013, n. 76, Decreto lavoro, convertito con emendamenti nella L. 9 agosto 2013, n. 99 ed integrate con il D.L. 31 maggio 2014, n. 83, Decreto cultura e turismo, convertito nella L. 29 luglio 2014, n. 106, che ha previsto la c.d. *start up* turismo⁽¹⁾; ultima tappa del percorso, è stato il D.L. 24 gennaio 2015, n. 3, Decreto *Investment compact*, convertito nella L. 24 marzo 2015, n. 33, che ha nuovamente ritoccato le *start up* innovative, in particolare quelle costituite nella forma della s.r.l., e, nel contempo, ha introdotto la figura delle piccole e medie imprese innovative che, seppure costruite sulla falsariga delle prime, giacché la loro disciplina si ricava dal rinvio ad alcuni segmenti della normativa dedicata alle sorelle "primogenite", in realtà presentano significative differenze⁽²⁾.

La normativa primaria risulta poi arricchita da una serie di pareri, circolari e decreti, in particolare, emessi dal Ministero dello sviluppo economico (d'ora in poi denominato MISE), con lo scopo di contribuire all'interpretazione e all'attuazione di quella.

D'altro canto, la nostra regolamentazione dell'*equity based crowdfunding*, pioniera rispetto al panorama europeo ed internazionale⁽³⁾, si è sviluppata, da un lato, attraverso l'inserimento di nuove norme nel Testo unico della finanza, dall'altro, con l'emanazione da parte della Consob di un Regolamento, delibera n. 18592 del 26 giugno 2013, in materia di "Raccolta di capitali di rischio da parte di *start up* innovative tramite portali *on line*". Quest'ultimo documento, in occasione degli adeguamenti formali che si sono resi necessari dopo il Decreto *Investment compact* che ha esteso anche alle PMI innovative, agli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e alle società di capitali che investono prevalentemente in *start up* e PMI innovative⁽⁴⁾, la possibilità di effettuare offerte di capitale di rischio per il tramite di portali *on line*, è stato incisivamente modificato. L'aggiornamento formale ha dunque rappresentato, in certo qual modo, il pretesto per intraprendere, a due anni dall'entrata in vigore del primo Regolamento, un importante confronto con gli

operatori del settore ed un'ampia riflessione sull'intero impianto normativo: dopo una lunga fase di consultazioni, il 24 febbraio 2016 con delibera n. 19520, la Consob ha definitivamente approvato il nuovo Regolamento per la raccolta dei capitali *on line*.

Il regolamento in tema di *equity crowdfunding*, dunque, è nato e si sta sviluppando in uno scenario normativo mutevole ed incerto: in questo contesto, l'insoddisfazione, direi fisiologica, di operatori ed interpreti ha imposto, dopo soli pochi anni di vita, un consistente intervento di *restyling* sullo stesso.

L'ambito applicativo: due tessere di uno stesso mosaico?

I due istituti emersi nel medesimo contesto storico, economico e politico sono tra loro intimamente legati: l'*equity based crowdfunding* (d'ora in poi *crowdfunding*) costituisce, infatti, un nuovo strumento di sostegno (finanziamento) delle *start up*, imprese innovative alla ricerca di percorsi alternativi per il proprio sviluppo economico-finanziario.

Nel nostro ordinamento, *start up* innovative e *crowdfunding* sono "sgorgati" dalla penna dello stesso legislatore e fino al 2015 il secondo rappresentava una risorsa "di nicchia" giacché riservato solo alle prime. Questa impostazione restrittiva era parsa inadeguata rispetto ad un meccanismo che presenta i presupposti per essere utilizzato in numerosi contesti: in quest'ottica, si era osservata l'emersione di due rischi, da un lato, quello di associare il *crowdfunding* alle sole *start up* innovative, dall'altro, quello di ingenerare un'ingiustificata discriminazione tra società di pari dimensioni e svolgenti attività analoghe nel reperimento sul mercato di capitale

Le forti critiche dei primi interpreti, nonché l'esempio offerto dagli altri ordinamenti, hanno quindi provocato un intervento correttivo sul punto per estendere la platea dei soggetti che possono ricorrere alla raccolta del capitale di rischio tramite piattaforme *on line*: in questo senso, come già anticipato, la L. n. 33/2015 consente anche alle PMI innovative e agli OICR e alle società di capitali che investono prevalentemente in *start up* e PMI innovative di avviare una campagna *on line* di raccolta di capitale.

L'estensione del *parterre* delle offerenti non sembra avere di molto allargato l'originaria miope impostazione dell'istituto, che resta confinato al settore, genericamente inteso, delle piccole e medie imprese innovative. Viceversa, pare da valutare positivamente la possibilità offerta agli OICR di gestire una campagna di *crowdfunding*: si è così consentita la collocazione *online* del capitale di una società veicolo di investimento specializzato.

Pur senza sminuire il significato e l'importanza degli ultimi ritocchi normativi che hanno offerto al *crowdfunding* una maggiore flessibilità ed indipendenza, i due istituti continuano a rappresentare due tasselli, fortemente complementari, di uno stesso progetto macroeconomico a "mosaico": in quest'ottica, il *focus* della presente indagine è concentrato, in particolare, sull'esame delle inevitabili interazioni tra il mondo delle *start up* innovative e il modello di finanziamento solo per quelle originariamente regolamentato.

In particolare, il punto di osservazione da cui si intende prendere le mosse è la scena che si appalesa ad operatori ed interpreti che si avvicinano al fenomeno del finanziamento della folla attraverso il web e si cimentano nella lettura dell'intricata regolamentazione, individuando, in primo luogo, i protagonisti con i relativi ruoli.

Per ogni operazione di *equity crowdfunding* intervengono una società offerente, dei finanziatori ed un gestore di portali, quest'ultimo permette l'incontro dei primi su di una piazza virtuale, la c.d. piattaforma, vetrina *on line* attraverso la quale l'offerente propone agli investitori strumenti finanziari rappresentativi di capitale.

Questo lo scheletro, apparentemente ben decodificabile, dell'operazione di collocamento al pubblico di azioni o quote emesse da imprese innovative, che risulta arricchito dall'analitica regolamentazione secondaria dalla quale emergono le strategie normative poste in essere a tutela degli investitori, soprattutto di quelli *retail*, per incentivarne l'approccio: i profili sono tanti e altrettanti e variegati i problemi e le lacune che affiorano dalla lettura dei dati normativi e regolamentari.

I gestori di portali: un ruolo cruciale

Al centro della scena stanno i gestori di portali che si collocano, come già ricordato, in una posizione intermedia tra le offerenti e gli investitori consentendone l'incontro virtuale. L'art. 50 *quinquies*, t.u.f. precisa che l'esercizio professionale dell'attività di gestione dei portali è riservato, da un lato, ai soggetti che risultano iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob⁽⁵⁾, si tratta, con molta probabilità, di imprese che già operano nel mondo "*crowdfunding*"; dall'altro lato, alle imprese di investimento ed alle banche autorizzate ai relativi servizi di investimento, che si iscriveranno ad una sezione speciale dello stesso.

Si registra, in questo senso, l'intenzione del legislatore di ampliare la platea dei gestori: agli intermediari abilitati tradizionali, c.d. gestori di diritto o istituzionali, è stata affiancata la nuova figura dei gestori di portali autorizzati. La struttura del registro consente agli investitori di avere un quadro completo, nonché facilmente consultabile attraverso il sito *web* della stessa Consob, dei gestori legittimati ad operare sul mercato e sottoposti a vigilanza dell'Ente⁽⁶⁾.

Le differenze che intercorrono tra le due tipologie di gestori si riflettono sul regime giuridico ad essi applicabile nel rapporto con gli investitori nella fase di esecuzione degli ordini. In particolare, per i gestori autorizzati è introdotta una specifica esenzione dall'applicazione delle regole di condotta in materia di prestazione dei servizi di investimento (artt. 21-25 *bis* t.u.f.) e di collocamento a distanza di servizi e attività di investimento (art. 32 t.u.f.): a fronte di questo espresso esonero, hanno l'obbligo di applicare le specifiche regole di condotta contenute nel Regolamento Consob e viene loro imposto di trasmettere gli ordini di sottoscrizione e compravendita degli strumenti finanziari esclusivamente a banche e imprese di investimento per l'esecuzione delle relative operazioni (art. 50 *quinquies*, 2° comma, t.u.f.).

Su questo punto, all'esito all'ultimo intervento sul Regolamento, si innesta una nuova previsione che muta significativamente lo scenario in tema di esecuzione degli ordini⁽⁷⁾: il gestore autorizzato, se dotato di requisiti organizzativi adeguati, può scegliere di effettuare direttamente ed *on-line* le verifiche necessarie ai fini della valutazione di appropriatezza dell'operazione (c.d. *opt-in*) indipendentemente dal valore della stessa⁽⁸⁾. Per contro, la banca, ovvero l'impresa di investimento, che riceve l'ordine per l'esecuzione, non si trova nella necessità di dover stipulare un contratto quadro con gli aderenti all'offerta, con la conseguenza che le relative operazioni potranno essere svolte in assenza del requisito della forma scritta.

In questo caso, il gestore deve assicurare che possano accedere alle sezioni del portale per aderire alle singole offerte solo gli investitori, diversi dagli investitori professionali, che abbiano, da un lato, preso visione delle informazioni di *investor education* del sito internet della Consob, dall'altro lato, fornito le informazioni richieste in merito alla propria conoscenza ed esperienza per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che gli strumenti finanziari oggetto di offerta comportano; tali informazioni fanno riferimento almeno "ai tipi di servizi, operazioni, effettuate anche tramite portali *on-line*, e strumenti finanziari con i quali l'investitore ha dimestichezza, alla natura, al volume e alla frequenza delle operazioni, effettuate anche tramite portali *on-line*, su strumenti finanziari, realizzate dall'investitore e al periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite, al livello di istruzione, alla professione, o se rilevante, alla precedente professione dell'investitore" (art. 15, 2° comma, lett b, reg.)⁽⁹⁾. Qualora il gestore ritenga che lo strumento non sia appropriato per il cliente lo avverte di tale situazione, anche attraverso sistemi di comunicazione elettronica.

Questa nuova impostazione, che accoglie le principali istanze emerse dai *player* di settore, si pone l'obiettivo di incentivare la diffusione dell'*equity crowdfunding* attraverso la semplificazione delle modalità operative, accorciando la lunga filiera, mediante l'impiego di procedure interamente *on-line*, e riducendo i costi di raccolta.

Alla luce del nuovo sistema, la Consob afferma che "dovrà essere rafforzata l'attività di vigilanza sui gestori di portali che operano in esenzione, la cui attività assumerà caratteristiche più simili, sotto il profilo del rapporto con i clienti, a quelle degli intermediari autorizzati (Banche e SIM), fermo restando che gli stessi non sono autorizzati a maneggiare fondi e strumenti finanziari per conto dei clienti medesimi"⁽¹⁰⁾.

Per contro, se il gestore non effettua direttamente la verifica, le banche e le imprese di investimento, che ricevono gli ordini, operano nei confronti degli investitori nel rispetto delle disposizioni MiFID, nel caso di ordini impartiti da investitori-persone fisiche di valore superiore a cinquecento euro per singolo ordine, ovvero mille euro complessivi in un anno, nonché da investitori-persone giuridiche di valore superiore a cinquemila euro per singolo ordine, ovvero a diecimila euro riferiti all'intero anno (art. 17, 3° comma). Al fine di valutare la procedura da seguire, l'investitore deve fornire al gestore, che non effettua direttamente la verifica, un'attestazione con la quale dichiara di non aver superato, nell'anno solare di riferimento, le soglie indicate⁽¹¹⁾.

Se ne ricava che è stato re-introdotta, ma solo per le banche e imprese di investimento, un meccanismo che consente di graduare il livello di tutela degli investitori non professionali prevedendo un regime differenziato in relazione all'ammontare dei singoli ordini di adesione alle offerte⁽¹²⁾. In tale prospettiva, i gestori di diritto, che abbiano preventivamente comunicato alla Consob di voler operare in questi settori iscrivendosi alla sezione speciale del registro dei portali, potranno godere di un'eccezionale esenzione dalla disciplina di derivazione MiFID per gli ordini c.d. "sotto-soglia". In tale maniera, l'offerente, che si rivolge ad un portale di diritto, potrebbe escludere preventivamente l'applicazione della normativa in questione limitando l'entità degli ordini effettuabili alla luce di quanto prevede il Regolamento.

Queste "soglie di esenzione MiFID" non sono state ritoccate, come auspicato da più parti, anche se, alla luce della tipologia di investitori che concretamente si sono avvicinati, nella prima fase di applicazione del regolamento⁽¹³⁾, al *crowdfunding*, caratterizzati da un importo offerto in media pari a diecimila euro, forse avrebbero potuto essere innalzate.

Si è, dunque, creata una sorta di "doppio binario" per gli investimenti tramite *equity crowdfunding*, che si fonda su di una significativa divisione tra i gestori tradizionali e quelli di nuova generazione. I primi, già abilitati a prestare servizi di investimento, possono gestire un portale, previa comunicazione alla Consob, nonché iscrizione alla sezione speciale del registro apposito; ad essi si applica la normativa Mifid salvi gli ordini "sottosoglia" ed essi devono tenere conto delle nuove regole di condotta e degli obblighi informativi introdotti dal Regolamento Consob per gli altri gestori; i secondi, d'altro canto, sono stati esonerati, avvalendosi dell'esenzione di cui all'art. 3 della Direttiva Mifid 2004/39/CE⁽¹⁴⁾, dall'applicazione delle regole del Tuf sui

servizi di investimento, possono perfezionare gli ordini e gestire interamente la raccolta *online*, tuttavia non possono detenere le somme investite. Pare, dunque, che gli ultimi interventi legislativi invece di riequilibrare lo scalino normativo tra le due categorie di gestori lo abbiano, in qualche modo, rafforzato. L'ampliamento del mercato impone di offrire garanzie analoghe per gli investitori e, di conseguenza, norme e regole di comportamento per i gestori di nuova generazione costruite sulla falsariga di quelle tradizionalmente previste per gli intermediari finanziari.

In tale prospettiva, si osserva che sono state introdotte severe regole che mirano ad assicurare un elevato *standard* etico-comportamentale mutuando la ricca disciplina contenuta nelle vigenti disposizioni per le banche e le imprese di investimento. In particolare, sono stati indicati specifici requisiti di onorabilità, legati per lo più all'insussistenza di condanne penali, che devono sussistere in capo a coloro che detengono il controllo della società che richiede l'iscrizione al registro dei gestori e nel caso in cui nessuno dei soci detenga il controllo tali requisiti devono ricorrere in capo ai soci titolari di partecipazioni almeno pari al venti per cento del capitale della società⁽¹⁵⁾. D'altro canto, nell'ipotesi in cui il controllo sia esercitato per il tramite di una o più persone giuridiche, i requisiti dovranno ricorrere per gli amministratori e il direttore generale, ovvero per i soggetti che ricoprono cariche equivalenti, nonché per le persone fisiche che controllano tali persone giuridiche⁽¹⁶⁾.

I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo di un gestore, oltre al rispetto dei criteri di onorabilità, devono rispondere a determinati parametri di professionalità e competenza. A tal fine, saranno scelti tra coloro che abbiano maturato un'esperienza complessiva di almeno un biennio nell'esercizio di attività di amministrazione e controllo ovvero compiti direttivi presso imprese, attività professionali in materia attinente al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo, attività di insegnamento universitario in materie giuridiche o economiche, infine mansioni amministrative o dirigenziali presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo ovvero presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni, di altri settori, ma con funzioni che comportino la gestione di risorse economico-finanziarie (art. 9, reg.).

In relazione alle competenze che devono sussistere in capo ai soggetti collocati ai vertici del gestore, il legislatore ha, inizialmente, ritenuto di privilegiare l'aspetto di valutazione economico-finanziaria, piuttosto che la capacità di entrare nel merito dei contenuti tecnologico-innovativi, riproponendo, peraltro, schemi già noti nell'ambito degli intermediari che operano sui mercati finanziari.

Tuttavia, in sede di redazione del testo definitivo dell'originario Regolamento, è stata inserita una precisazione importante sotto il profilo sopra richiamato: possono, infatti, far parte dell'organo che svolge funzioni di amministrazione, seppure in ruoli non esecutivi, anche soggetti che abbiano maturato una comprovata esperienza lavorativa, di insegnamento ovvero di ricerca, per almeno un biennio, nei settori *industriale, informatico o tecnico-scientifico, a elevato contenuto innovativo*, purché la maggioranza dei componenti possieda i requisiti più "tradizionali". Questo ampliamento dei requisiti di professionalità rafforza la capacità del gestore permettendogli una valutazione più approfondita anche dei frequenti aspetti tecnici e informatici dei progetti imprenditoriali nell'ambito delle *start up* innovative e, nel contempo, migliora il livello di protezione di coloro che investono nel *business* innovativo.

Una sezione del Regolamento è poi dedicata alle regole di condotta che i gestori di portali iscritti al registro devono rispettare nel rapporto con gli investitori. Il legislatore secondario, in stretta aderenza alla delega, ha dunque optato per l'applicazione di regole differenti tra i gestori di diritto e quelli da autorizzare: sono state così introdotti dei modelli di comportamento peculiari per i secondi seppure in linea con la disciplina che tipicamente interviene nella definizione dei rapporti in materia di servizi finanziari. Alla luce della rischiosità dell'investimento, l'obiettivo resta, infatti, la tutela dell'investitore, soprattutto *retail*, contraente più debole, e l'attenuazione del *gap* informativo esistente tra le parti del negozio. In questa prospettiva, il gestore deve operare "con diligenza, correttezza e trasparenza evitando che gli eventuali conflitti di interesse che potrebbero sorgere nello svolgimento dell'attività di gestione di portali incidano negativamente sugli interessi degli investitori e degli emittenti e assicurando la parità di trattamento dei destinatari delle offerte che si trovino in identiche condizioni"⁽¹⁷⁾: si tratta di una formula ridondante che pare ispirarsi ai principi comuni del diritto in materia di contratti, peraltro similmente enunciati nell'art. 21 t.u.f.

In questo contesto, il gestore rende disponibili, in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni, tutte le informazioni riguardanti l'offerta che gli sono state fornite "a monte" dall'offerente: la relativa responsabilità per la completezza e veridicità delle informazioni fornite pare, tuttavia, da attribuire esclusivamente all'offerente⁽¹⁸⁾. In questo passaggio del regolamento si osserva una contraddizione: da un lato, si impone al gestore un obbligo di fornire informazioni chiare, precise e non fuorvianti ma senza richiederli una specifica verifica sulle stesse, dall'altro, si prevede la responsabilità per quelle medesime informazioni in capo all'emittente. D'altro canto, le informazioni concernenti l'offerta non sono neppure sottoposte all'approvazione o, anche solo, al "vaglio" dell'Autorità di vigilanza.

Nella medesima direzione, il gestore deve sempre richiamare l'attenzione degli investitori sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità; egli non può diffondere notizie incoerenti rispetto a quelle pubblicate sul portale e deve astenersi dal formulare raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte atte ad influenzare l'andamento delle adesioni alle medesime. È stato dunque introdotto un "set" di obblighi informativi a carico

del gestore, declinato tenendo in particolare riguardo le implicazioni derivanti dall'uso dei mezzi tecnologici e della rete *internet*. La tutela dell'investitore è costruita su tre diversi livelli di informativa a cui lo stesso ha diritto di accedere prima di aderire alle singole offerte: si tratta delle informazioni concernenti la natura dell'attività svolta dal portale, le caratteristiche dell'investimento in imprese innovative e la relativa rischiosità, i connotati peculiari di ciascuna offerta. Tutte queste informazioni è espressamente previsto che possano essere fornite anche mediante l'utilizzo di tecniche multimediali: ciò risulta quanto mai opportuno considerato che le offerte, oggetto della disciplina in esame, si svolgono esclusivamente tramite portali *on line*. Le informazioni, inoltre, debbono essere costantemente aggiornate ed accessibili per i dodici mesi successivi alla chiusura delle offerte e rese disponibili a coloro che ne facciano richiesta per un periodo di cinque anni dalla data di chiusura dell'offerta. In relazione a ciascuna offerta il gestore pubblica, dunque, le "informazioni chiave" che potrebbero essere utili per orientare le scelte dei potenziali investitori⁽¹⁹⁾.

Sul corretto comportamento e sull'adempimento degli obblighi informativi del gestore del portale vigila la Consob, a cui il primo deve trasmettere periodicamente dati e notizie di varia natura oltre ad una relazione annuale sull'attività svolta. In particolare, la Commissione, in caso di necessità ed urgenza, può disporre in via cautelare la sospensione dell'attività del gestore per un periodo non superiore a novanta giorni qualora sussistano fondati elementi che facciano presumere l'esistenza di gravi violazioni di legge ovvero disposizioni generali o particolari impartite atte a dar luogo alla radiazione dal registro⁽²⁰⁾.

Le offerenti: in particolare, le *start up* innovative

Il tema del *crowdfunding*, come si anticipava, impone di affrontare anche il nuovo fenomeno delle *start up* innovative, originarie protagoniste, e forse ancora le "prime donne", nell'ambito di un'operazione di finanziamento della folla.

Dalla lettura dell'art. 25, D.Lgs. n. 179/2012 e successive modifiche, si evince che al ricorrere di determinati requisiti una società può acquisire lo *status* di *start up* innovativa, iscrivendosi ad una sezione speciale del registro delle imprese, se intende accedere ai numerosi benefici per esse previsti. La *start up* innovativa non è dunque una nuovo tipo di società; si tratta piuttosto di una veste che alcune società di capitali, a certe condizioni, possono indossare per un periodo di tempo limitato e solo se iscritte alla sezione speciale del registro delle imprese.

In primo luogo, il legislatore individua i tipi sociali che possono divenire *start up* innovative: tutte le società di capitali, incluse le cooperative, di diritto italiano, residenti in Italia, ovvero in uno degli Stati membri dell'U.E. o in Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, in quest'ultimo caso purché abbiano una sede produttiva o una filiale in Italia, le cui partecipazioni non siano quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione. Restano, espressamente, escluse le società di persone nonostante la loro confermata vitalità nel mondo degli affari: questa marginalizzazione è parsa il frutto di una ponderata e precisa scelta a favore del tipo a loro più contiguo, ovvero le società a responsabilità limitata.

In questa prospettiva, si osserva che il decreto originario e i successivi interventi legislativi disciplinano, con particolare attenzione, unicamente le società a responsabilità limitata *start up* innovative, introducendo solo per esse significative deroghe allo schema ordinario. D'altro canto, i dati statici confermano uno spiccato, quasi esclusivo, interesse da parte degli operatori per il più duttile modello s.r.l., dotato di ampia autonomia negoziale, nonché oggi ormai totalmente affrancato dall'onere di un conferimento iniziale consistente⁽²¹⁾.

Tali constatazioni inducono ad individuare nella società a responsabilità limitata il modello societario di elezione per la costituzione di *start up* innovative.

In ogni caso, come suggerisce l'appellativo "*start up*", ci si riferisce a iniziative imprenditoriali che si trovano nelle fasi di genesi e decollo del *business*. Si tratta, dunque, di imprese di nuova costituzione⁽²²⁾, che, al fine di escludere la derivazione da una realtà già esistente, non devono originare da operazioni di riorganizzazione aziendale, quali la fusione, la scissione ovvero la cessione d'azienda o ramo di azienda⁽²³⁾; presentano inoltre un modesto valore della produzione annua che, a partire dal secondo anno di attività, non può superare i cinque milioni di euro e non possono distribuire (o aver distribuito) utili, che, viceversa, dovranno essere reinvestiti nell'attività sociale al fine di garantire il superamento della fase di "decollo"⁽²⁴⁾.

La *start up* innovativa deve avere quale oggetto sociale esclusivo o prevalente "lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico": alla luce della filosofia di fondo del progetto del legislatore del 2012, la formula appare estensibile sino a ricomprendervi le modalità di produzione, se innovative, degli stessi beni o servizi⁽²⁵⁾. In questo senso, un'impresa si ritiene innovativa qualora da essa derivino non solo nuovi prodotti o servizi ad alto valore tecnologico, ma anche nuove metodologie e tecniche per produrli, usarli e distribuirli senza limitazioni di settore, aperta a tutto il mondo produttivo (oltre al settore digitale, vi rientrano i settori della manifattura, servizi, artigianato, biomedica, biotecnologie, bioedilizia e della c.d. "economia verde")⁽²⁶⁾.

Resta fermo il fatto che si debba realizzare l'introduzione di un elemento migliorativo sotto il profilo tecnologico rispetto allo stato "dell'arte" nel settore di riferimento⁽²⁷⁾: viceversa, qualsiasi impresa che si avvalga di apparecchiature tecnologicamente innovative e sofisticate, rientrerebbe nel raggio di azione della

normativa agevolativa in questione. In ogni caso, l'assenza di un contenuto certo o, quantomeno, condiviso in relazione ai concetti di "innovatività" e "tecnologicità", e ai relativi confini, comporta, inevitabilmente, che le maglie del sistema risultino piuttosto elastiche.

Con la medesima finalità, la norma prevede una terna di requisiti alternativi, peculiari al tipo, che concernono le modalità della produzione in termini di investimenti e caratteristiche professionali del personale impiegato. Ai fini del riconoscimento, dunque, il legislatore impone la ricorrenza di almeno uno dei seguenti requisiti di "innovatività", ma anche, in un certo senso, di professionalità⁽²⁸⁾: a) le spese in ricerca e sviluppo devono risultare uguali ovvero superiori al 15% del maggior valore tra costo e valore totale della produzione; b) i dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo impiegati, in percentuale superiore o uguale al terzo della forza lavoro complessiva calcolata per teste, devono essere in possesso di titolo di dottorato di ricerca ovvero in possesso di laurea e devono aver svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca, pubblici o privati, in Italia o all'estero ovvero una percentuale uguale o superiore a due terzi della forza lavoro complessiva deve risultare in possesso della laurea magistrale; c) la società deve essere titolare, depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa ad un'invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semi-conduttori o a una nuova varietà vegetale direttamente afferenti l'oggetto sociale e l'attività d'impresa ovvero titolare dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore.

Quanto al primo requisito, nel calcolo delle spese non si considerano le spese per la locazione o l'acquisto di immobili⁽²⁹⁾. In relazione al secondo, si è osservato che il parametro quantitativo della forza lavoro debba prendere in considerazione anche le figure degli amministratori⁽³⁰⁾. Infine, con riguardo al terzo requisito, due aspetti sono apparsi "oscuri": da un lato, il fatto che inspiegabilmente non risultino compresi i disegni e i modelli, nonostante il nostro Paese vantì una *leadership* nel settore del *design*, dall'altro, il concetto di "depositario". Su quest'ultimo profilo, è intervenuto il MISE, precisando che il requisito si deve intendere soddisfatto anche qualora la società abbia solo depositato la domanda per la registrazione di un brevetto ovvero quando sia titolare di una licenza d'uso su di un'invenzione oggetto di deposito, ma ancora non brevettata⁽³¹⁾. D'altro canto, in relazione ai diritti di proprietà industriale su programmi *software*, il Ministero ha chiarito che il titolare è colui (persona fisica o giuridica) che può esercitare i diritti di sfruttamento economico del programma per elaboratore, senza esserne necessariamente l'autore⁽³²⁾. Infine, il MISE esclude che un marchio possa costituire oggetto di un diritto di privativa ai fini della disciplina in esame, giacché non è contemplato tra le categorie analiticamente enunciate dalla norma⁽³³⁾.

In ogni caso, anche questi requisiti, insieme all'oggetto sociale, segnalano il forte ancoraggio all'innovazione tecnologica che deve contraddistinguere la *start up* innovativa: si tratta di vincoli che impongono una particolare attenzione alla ricerca, ma anche un alto livello di scolarizzazione, avvicinando, in taluni casi, il modello ad un piccolo *spinoff* universitario.

La peculiare disciplina delle start up innovative

La *start up* innovativa ha una vita breve pari a sessanta mesi; si tratta dunque di un'impresa temporanea o, forse meglio, del primo ciclo di vita di un'impresa. Il criterio della durata risponde alla *ratio* insita nel concetto di "*start up*": con tale espressione si allude ad una particolare fase di un'attività economica, quella cioè durante la quale si svolgono le operazioni di avvio dell'attività innovativa. La temporaneità costituisce, dunque, un tratto caratterizzante della nuova formula, che assolve alla essenziale funzione di traghettare l'impresa dalla fase iniziale ad una situazione di maggiore stabilità, soprattutto finanziaria: a tal fine, viene concesso all'iniziativa un lasso di tempo statisticamente adeguato entro il quale valutare l'eventuale successo ovvero "fallimento" della stessa.

La scelta legislativa pare coerente, da un lato, con il dato empirico alla luce del quale le nuove imprese sono contraddistinte da un alto tasso di mortalità entro i cinque anni dalla costituzione, dall'altro, con due rimedi specifici introdotti in deroga al diritto comune: la ricapitalizzazione delle perdite e l'esenzione dal fallimento. Durante questo periodo, infatti, ipotizzando una situazione fisiologica di perdite, la società, in deroga a quanto sancito dal codice civile (v. artt. 2446, 2447, 2482 *bis* e *ter* c.c.), gode di una maggiore flessibilità nella ricapitalizzazione, potendo diluire nel tempo i rischi dell'indebitamento. In particolare, si prevede l'estensione di dodici mesi del meccanismo c.d. "rinvio a nuovo"; e nelle ipotesi più gravi, quando la perdita intacchi il minimo legale, è consentito il differimento della ricapitalizzazione alla chiusura dell'esercizio successivo⁽³⁴⁾.

Alle procedure già di per sé favorevoli alla prospettiva della continuazione dell'attività anche con un capitale ridotto, il decreto deroga sensibilmente, in un caso estendendo, nell'altro concedendo, un periodo di grazia. Questa maggiore flessibilità in tema di ricapitalizzazione delle perdite tuttavia dimentica di tutelare proprio quella categoria di soggetti che la novella mira ad attrarre: i terzi finanziatori-investitori. Se pure è vero, infatti, che si intende in tal modo incentivare l'*appeal* del modello offrendo un'occasione in più di recupero in situazioni di difficoltà, in realtà, attraverso lo stesso strumento, paradossalmente lo si penalizza. Pare in effetti poco provvidenziale la possibilità di rinviare una perdita che abbia superato il livello di guardia, se vi è il rischio, anche solo potenziale, di ampliare considerevolmente il passivo e di pregiudicare le stesse *chances* di ripresa.

Si osserva, peraltro, un generalizzato affievolimento, se non addirittura una completa evaporazione, della funzione di garanzia supplementare tradizionalmente svolta dal capitale sociale: circostanza confermata dalla

tendenza legislativa, soprattutto nel settore delle società a responsabilità limitata, che oggi ormai tutte possono essere costituite con un solo euro⁽³⁵⁾.

In questa cornice, appare tanto più necessario riflettere sul ruolo degli amministratori in relazione ai principi di corretta gestione e, in particolare, all'obbligo di monitorare i rischi di liquidità e solvibilità: il meccanismo "ricapitalizza o liquida", originariamente coniato per offrire ai creditori un'efficace tutela preventiva, e momentaneamente sospeso per le *start up*, può dunque essere affiancato, come intuito da autorevole dottrina, dal meccanismo "riequilibra o liquida", considerato il sempre maggior rilievo che ha acquisito la regola concernente la rilevanza dell'equilibrio finanziario delle società⁽³⁶⁾.

D'altro canto, se il *business* non decolla, il legislatore concede alla *start up* innovativa una sorta di paracadute: essa viene esentata, *ex lege*, dalle procedure concorsuali ordinarie ed assoggettata alle diverse procedure di composizione e gestione della crisi da sovraindebitamento e liquidazione del patrimonio (L. 27 gennaio 2012, n. 3), destinate, inizialmente, ai soli insolventi civili.

Si tratta di meccanismi che consentono allo *startupper* il c.d. *fresh start*, attraverso accordi di ristrutturazione e composizione dei debiti, per ripartire con un nuovo progetto (c.d. *fail fast*), nonché una liquidazione veloce senza conseguenze penalizzanti⁽³⁷⁾: considerato l'elevato rischio economico che assume chi si butta in queste vere e proprie sfide imprenditoriali, pare che l'intervento agevolativo rappresenti un'importante ancora di salvezza.

Il legislatore, al fine di consentire una gestione più flessibile e funzionale alle esigenze di *governance*, ha dunque introdotto, in due *tranches*, il grande capitolo delle deroghe al diritto comune⁽³⁸⁾: si tratta dell'aspetto certamente più dirimpiente della nuova disciplina. Esso può essere ricostruito operando una distinzione tra le deroghe direttamente applicabili alla nuova figura, indipendentemente dal tipo societario prescelto, e quelle "facoltative", in quanto lasciate alla decisione dei soci, che riguardano le *start up* innovative s.r.l., e che confermano la sensazione che il *corpus* normativo della società a responsabilità limitata rappresenti un terreno fertile per l'esplorazione di nuove formule organizzative.

Appartengono al primo gruppo, relativo quindi a tutte le *start up* innovative, le due regole derogatorie di cui si è detto sopra che si innestano nella fase patologica della vita dell'impresa: un regime di maggior favore per l'ipotesi di perdite consistenti del capitale e l'esonero dal fallimento e dalle altre procedure concorsuali.

Per contro, rientrano nella categoria delle deroghe "facoltative", inerenti le sole *start up* innovative s.r.l., da un lato, quelle che incidono profondamente sulla struttura finanziaria dell'impresa innovativa a responsabilità limitata, accrescendone l'*appeal*, al fine di attrarre capitali da terzi, dall'altro, quelle che riguardano la fase costitutiva ed, in particolare, la possibilità di non applicare l'art. 2463, 2° comma, c.c. a vantaggio di una costituzione interamente *online*.

Sotto il primo profilo, si registra la possibilità per le *start up* innovative di creare, attraverso l'atto costitutivo, categorie di quote fornite di diritti diversi – in particolare sul versante amministrativo con riguardo al diritto di voto –, nonché la possibilità di emettere strumenti finanziari, di acquistare proprie partecipazioni a determinate condizioni e di offrire le proprie quote sul mercato.

Si tratta di un sistema di deroghe che risulta, come già anticipato, facoltativo e, solo in parte, temporaneo: la *start up* innovativa s.r.l. deve, dunque, decidere se intende sfruttare le occasioni che l'ordinamento le offre e, in questa ipotesi, si delinea una società a responsabilità limitata "modificata", con connotati che la allontanano dallo schema tradizionale, accorciandone significativamente le distanze dal modello azionario. Quanto alla temporaneità che qualifica la disciplina del nuovo fenomeno organizzativo, si rileva una significativa esenzione: l'art. 31, 4° comma, D.L. n. 179/2012, sancisce che le clausole eventualmente inserite nell'atto costitutivo ai sensi dei commi 2, 3 e 7 dell'art. 26, D.L. n. 179/2012, mantengono efficacia limitatamente alle quote di partecipazione già sottoscritte e agli strumenti finanziari emessi.

Paradossalmente, dunque, decorsi i cinque anni e dopo essere stata cancellata dalla sezione speciale, la s.r.l., *ex start up* innovativa, potrà mantenere le categorie di quote fornite di diritti diversi e gli strumenti finanziari eventualmente creati: pare legittimata, in tal guisa, una sorta di modifica genetica del modello s.r.l. con inevitabili ricadute sull'intero ordinamento societario.

Con l'introduzione della possibilità di creare liberamente categorie di quote fornite di diritti diversi, anche in deroga all'art. 2468, commi 2 e 3, vengono estesi alle *start up* innovative s.r.l. schemi tipici delle società per azioni consentendo la standardizzazione ed oggettivizzazione delle quote.

In questa prospettiva, la s.r.l. – neonata ed innovativa – può emettere categorie di quote dotate di diritti diversi sul versante patrimoniale e su quello amministrativo: viene spezzato definitivamente il nesso di proporzionalità tra diritti sociali e partecipazioni, introducendo elementi che connotano la società in senso fortemente capitalistico⁽³⁹⁾.

La presenza di categorie di quote costituisce la cartina di tornasole dell'esistenza di categorie diversi di soci, e ciò nel contesto di una società che, nelle intenzioni del legislatore, dovrebbe diventare un "bacino di investimenti", convogliante, attraverso vari canali, risorse dall'esterno: è, quindi, immaginabile una

suddivisione dei soci tra promotori e gestori del progetto innovativo, da un lato, e meri investitori che confidano nel successo di quello, dall'altro.

Si osserva che l'introduzione di categorie di quote comporta inevitabili ricadute sistematiche, *in primis*, sotto il profilo dell'organizzazione interna della società: la contemporanea presenza di titolari di quote dotate di diritti e portatrici di interessi tra loro non totalmente coincidenti, pare implicare l'applicazione di un sistema analogo a quello previsto dall'art. 2376 c.c. per le s.p.a. con riguardo alla costituzione di assemblee speciali. Le delibere dell'assemblea e le decisioni dei soci non potranno perciò incidere sui diritti incorporati nelle quote di categoria senza il necessario consenso degli interessati: in questo senso, parrebbe opportuno inserire nello statuto una clausola che ricalchi la disciplina prevista per le società azionarie. D'altro canto, nel trasferimento delle partecipazioni il cessionario acquista gli stessi diritti di cui era titolare il cedente della quota "speciale".

L'autonomia riconosciuta alle nuove *start up* innovative s.r.l. nell'emissione di categorie di quote incontra alcuni limiti: l'obbligo di uguaglianza dei diritti attribuiti nell'ambito di ciascuna categoria (art. 2348, 3° comma, c.c.), il rispetto del divieto del patto leonino (art. 2265 c.c.), nonché il divieto di incorporare in titoli azionari le partecipazioni sociali (art. 2468, 1° comma, c.c.). Viceversa, non si rinvergono vincoli testuali che impediscano di scomporre in unità omogenee di partecipazione solo di una parte del rapporto sociale; sembra anche possibile prevedere più categorie con valori nominali differenti al fine di diversificare l'*appeal* finanziario delle medesime partecipazioni⁽⁴⁰⁾.

D'altro canto, le ricadute sistematiche potrebbero realizzarsi anche in senso inverso, fornendo nuovi elementi agli interpreti per risolvere la nota *querelle*, nell'ambito delle s.r.l. tradizionali, relativa alla possibilità di creare categorie di quote. In tal senso, si prospettano due scenari: da un lato, l'innesto nel sistema delle s.r.l. del nuovo modello potrebbe "liberalizzare" la creazione di categorie di quote; dall'altro, l'oggettivazione e la standardizzazione delle partecipazioni, espressamente prevista nel decreto *Crescita bis*, potrebbe definitivamente escludere la percorribilità di tali soluzioni nel modello ordinario alla luce del noto brocardo latino "*ubi lex voluit dixit, ubi noluit tacuit*". Quest'ultima soluzione pare a chi scrive preferibile giacché la norma che introduce l'opportunità di creare categorie di quote ha natura eccezionale e trova giustificazione nell'ambito di un provvedimento che deroga, sotto diversi profili, al diritto comune con l'obiettivo di trainare l'economia nazionale verso congiunture più favorevoli.

In ogni caso, pare che l'obiettivo perseguito dal legislatore sia quello di tutelare i promotori-gestori dell'iniziativa economica regolamentando l'incidenza delle rispettive partecipazioni sulla base di scelte contrattuali, anche attraverso la previsione di quote particolari, al fine di non paralizzarne il funzionamento con un eccessivo coinvolgimento dei soci investitori.

Sul piano operativo sorgono poi una serie di problemi. Una prima delicata questione sembra essere quella che inerisce il più classico dei privilegi, *i.e.* l'attribuzione maggiorata del dividendo, da coordinare necessariamente con il divieto temporaneo di distribuzione degli utili. In modo curioso, la norma consente di creare quote il cui privilegio sarà percepibile solo decorsi i cinque anni in regime di *start up*, giacché le relative clausole restano efficaci anche dopo la cancellazione della società dalla sezione speciale.

Un'altra configurazione che risulta legittimata dal dato normativo è quella che riguarda l'emissione di categorie di quote postergate nelle perdite: nel caso delle *start up* innovative la fattispecie va integrata con il rinvio delle procedure di riduzione del capitale che, di fatto, comporta già una postergazione delle perdite che interessa tutte le quote.

Un ulteriore nodo interpretativo concerne la possibilità, attraverso la creazione di una categoria di quote *ad hoc*, di comprimere, o forse meglio incisivamente regolamentare, il penetrante diritto di controllo di cui all'art. 2476, 2° comma, c.c. che spetta ad ogni socio di s.r.l., avvicinandolo al contenuto dell'analogo istituto previsto nel contesto delle società per azioni⁽⁴¹⁾: il diritto di informazione e consultazione dei documenti relativi all'amministrazione nelle s.r.l. risulta infatti essere il frutto di una scelta spiccatamente personalistica del legislatore della riforma del 2003, poco, o per nulla, coerente con una struttura aperta quale potrebbe divenire la *start up* innovativa⁽⁴²⁾.

In relazione ai diritti amministrativi, ed in particolare al diritto di voto, è lo stesso legislatore che fornisce indicazioni precise: è dunque possibile creare categorie di quote che non attribuiscono il diritto di voto o che attribuiscono diritti di voto non proporzionali alla partecipazione detenuta ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative: la possibilità di creare tali categorie di quote "depotenziate" costituisce un importante strumento di *governance* nell'ambito di una realtà in cui i soci dovrebbero essere poco interessati ai diritti di *voice*.

D'altro canto, in assenza di dati normativi contrari, nell'ottica di rinforzare ulteriormente la gestione nelle mani dei promotori dell'iniziativa economica, pare legittima anche la facoltà di emettere partecipazioni con voto plurimo (seppure nel limite dei tre voti sulla falsa riga dello schema offerto dall'art. 2351 c.c.): configurazione oggi avvalorata dal fatto che è stato abrogato il relativo divieto per le s.p.a.⁽⁴³⁾.

L'art. 26 del D.Lgs. n. 179/2012 riproduce testualmente il contenuto dell'art. 2351, 2° comma, c.c. tralasciando l'inciso finale laddove viene fissato un limite massimo di emissione di queste azioni, il cui valore complessivo non può superare la metà del capitale sociale. L'equilibrio minimo tra azioni a voto pieno e altri

titoli azionari, nelle s.p.a., garantisce il buon governo della società: per contiguità sistemica potrebbe apparire ragionevole l'estensione del divieto anche alle s.r.l. *start up* innovative⁽⁴⁴⁾.

L'atto costitutivo della *start up* innovativa s.r.l. può altresì prevedere, a seguito dell'apporto dei soci o di terzi anche di opera e servizi, l'emissione di strumenti finanziari partecipativi forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci; attraverso tali strumenti la società può remunerare le collaborazioni esterne senza appesantire la propria situazione finanziaria (sistemi di c.d. *work for equity*)⁽⁴⁵⁾, nonché reperire provviste finanziarie senza coinvolgere i terzi nella *governance*. In quest'ottica, pare che nel costruire tali strumenti il profilo da privilegiare dovrebbe essere quello relativo ai diritti patrimoniali, considerata l'esigenza, tipica di tutte le neo-imprese, di alleggerirsi di alcuni costi di gestione. D'altro canto, in relazione ai diritti corporativi è necessario valutare la compatibilità del modello *start up* innovativa con la creazione di strumenti finanziari a cui sia riservata la nomina di un "componente indipendente" dell'organo di gestione ovvero di controllo: sul punto, alla luce soprattutto delle riflessioni svolte sulla funzione dell'istituto nel contesto in esame, pare che permettere a soggetti diversi dai soci, *id est* collaboratori esterni, di influire in modo così penetrante sull'assetto degli organi sociali sia incompatibile con una realtà, qual è la s.r.l., in cui peraltro non esiste la categoria dei gestori indipendenti.

In ogni caso, è lasciata all'autonomia statutaria 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.

Nella medesima prospettiva e in deroga all'art. 2474 c.c., nella *start up* innovativa s.r.l. le operazioni sulle proprie partecipazioni non sono vietate quando ricorrano determinate condizioni: in particolare, esse sono ammesse laddove effettuate in attuazione di piani di incentivazione (c.d. piani di *stock options*) che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione ai dipendenti, ai collaboratori ovvero ai componenti degli organi amministrativi, ai prestatori d'opera e di servizi professionali.

Si tratta peraltro di manovre pericolose per la società ammesse solo nell'ottica di "aiutare" il finanziamento indiretto e la crescita della *start up*. Va segnalato che il decreto crescita *bis* ha ommesso di contemplare un presupposto previsto per le s.p.a. e certamente utile alla buona riuscita delle operazioni in questione, cioè che le stesse debbano essere effettuate nei limiti degli utili distribuibili ovvero delle riserve disponibili, come risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato: alla luce dei rischi che si prospettano, forse ancor più in queste realtà, sembra coerente che l'interprete si orienti verso soluzioni più rigorose, nel rispetto di quel paletto normativo non richiamato.

Infine, le quote, in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, 1° comma, c.c., possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso portali *online* di capitali di rischio: la previsione risulta chiaramente funzionale alla contestuale introduzione e regolamentazione dell'*equity based crowdfunding*.

In questa sede, pare molto opportuno segnalare le ricadute statutarie per le *start up* innovative che intendono accedere al *crowdfunding*: il regolamento Consob sancisce l'obbligo di prevedere, per il periodo in cui sussistono i requisiti di *start up* innovativa e in ogni caso per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta, una speciale causa di recesso ovvero, alternativamente, una clausola di co-vendita delle partecipazioni, c.d. *tag-along*, che favoriscano l'*exit* del socio investitore nel caso in cui il gruppo di controllo dell'emittente decida di trasferire il proprio pacchetto a terzi⁽⁴⁶⁾.

In questo contesto, si innesta un'ulteriore novità, introdotta dalla L. n. 33/2015: si tratta della possibilità di optare per un regime alternativo, rispetto a quello previsto dall'art. 2470, 2° comma, c.c. nonché dall'art. 36, comma 1° *bis*, D.L. 25 giugno 2008, al trasferimento delle quote di *start up* innovative (e anche p.m.i. innovative) s.r.l. In particolare, la sottoscrizione o l'acquisto e la successiva alienazione delle stesse possono essere effettuati per il tramite di intermediari abilitati⁽⁴⁷⁾. Gli intermediari, a cui viene conferito un mandato senza rappresentanza, sottoscrivono o acquistano le quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori o degli acquirenti che abbiano aderito all'offerta tramite portale (art. 100 *ter*, comma 2° *bis*, Tuf). A richiesta dei sottoscrittori o degli acquirenti, gli intermediari devono rilasciare un attestato di conferma comprovante la titolarità delle quote che ha natura di puro titolo di legittimazione per l'esercizio dei diritti sociali.

La successiva alienazione delle quote avviene mediante semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall'intermediario⁽⁴⁸⁾; in ogni caso, i sottoscrittori e gli acquirenti hanno la facoltà di richiederne, in qualsiasi momento, l'intestazione diretta a sé stessi. Trascorsi due anni dalla data in cui la società interessata abbia cessato di essere una *start up*, gli intermediari devono provvedere a intestare le quote direttamente ai sottoscrittori mediante comunicazione dell'elenco dei titolari al registro delle imprese⁽⁴⁹⁾.

Questo sistema di gestione del trasferimento delle partecipazioni di *start up* innovative, apparentemente dematerializzato⁽⁵⁰⁾, dovrebbe comportare una riduzione degli oneri annessi in un'ottica di fluidificazione del mercato secondario e rappresentare un'opportunità di snellimento delle operazioni di cessione: il condizionale pare, tuttavia, doveroso di fronte a meccanismi nuovi, ancora da collaudare, e che, certamente, comportano incisive ricadute. In questa prospettiva, è sufficiente pensare al nuovo ruolo e alle responsabilità degli

intermediari⁽⁵¹⁾. Verrebbe da dire che forse la semplificazione è più apparente che reale, ma solo la prassi e gli eventuali dati empirici potranno confermare ovvero smentire questa considerazione.

Sulla medesima scia di "semplificazione" e nel solco di un orientamento comunitario⁽⁵²⁾, il decreto MISE, 17 febbraio 2016, in attuazione dell'art. 4, comma 10° *bis*, Decreto *Investment Compact*, ha introdotto, anche, la possibilità di costituire una *start up* innovativa s.r.l. con firma digitale, senza intervento del notaio, seguendo una procedura *online*, in deroga all'art. 2463 c.c., incentrata su un modello di atto costitutivo e statuto standard redatti in modalità esclusivamente informatica, in conformità a quanto dispone il decreto del Ministro dello Sviluppo Economico⁽⁵³⁾. Nello stesso modo si procederà per le successive modifiche dell'atto costitutivo.

La novità va esaminata alla luce dei vincoli previsti dalle direttive comunitarie in materia societaria: in particolare, alla luce della direttiva 2009/101/CE, l'atto costitutivo di società di capitali, lo statuto e le loro modifiche, devono rivestire la forma dell'atto pubblico, a meno che la legislazione nazionale non preveda, in fase di costituzione, un controllo preventivo, amministrativo o giudiziale. Se ne ricava che la redazione dell'atto costitutivo e la verbalizzazione della delibera assembleare o consiliare di modifica, senza intervento del notaio, devono avvenire nel contesto di un sistema di controllo preventivo: occorre, quindi, verificare se un atto di natura informatica con firma digitale, basato su di un modello predefinito, soddisfi tale condizione. Sul punto, si è ancora osservato che, da un lato, l'esatta identificazione delle parti contraenti è assicurata da un affidabile sistema di certificazione e rilascio della firma digitale⁽⁵⁴⁾; dall'altro, che la conformità del contenuto dell'atto rispetto alle prescrizioni inderogabili di legge è garantita dal ricorso ad un modello predefinito da un'autorità pubblica⁽⁵⁵⁾.

Sotto quest'ultimo profilo, tuttavia, pare necessario svolgere una breve riflessione con riguardo ai modelli predefiniti che propone il Ministero. Si tratta di due documenti, atto costitutivo e statuto: quest'ultimo, lungo e complesso, offre agli *startupper* la possibilità di scegliere tra diverse soluzioni, di fatto riproponendo tutte, o quasi tutte, le *chances* che prevede il codice civile nella sezione dedicata alla s.r.l. con anche qualche imprecisione che non pare di secondario rilievo⁽⁵⁶⁾, nonché il D.L. n. 179/2012 con specifico riferimento alle *start up* innovative.

L'ampiezza del *format* predisposto dall'Autorità pare in contrasto con la caldeggiata semplificazione, nonché con la reclamizzata possibilità di costituire la società senza l'ausilio di un notaio o almeno di un consulente con idonee competenze tecniche: i promotori dell'iniziativa economica, infatti, si trovano di fronte ad uno schema "preconfezionato" di non facile lettura e comprensione, che dà per presunta la conoscenza di istituti e regole del diritto societario⁽⁵⁷⁾. Su questo presupposto, si impone loro la delicata scelta tra più opzioni, e, nell'ambito di quelle, l'ulteriore valutazione se inserire, o meno, alcune previsioni "opzionali" al fine di plasmare la società in base alle loro specifiche esigenze e, il più delle volte, nell'ottica di costruire un assetto di *governance* peculiare per la fisiologica presenza di categorie di soci differenti.

In questa prospettiva, la nuova opportunità pare, quantomeno, da "maneggiare con cura": forse, anche in questo caso, si può parlare di semplificazione più apparente che reale.

Il tema offre l'occasione per soffermarsi su di un altro aspetto significativo della disciplina in fase costitutiva delle *start up*: ci si riferisce alla possibilità per i soci fondatori di autocertificare la ricorrenza dei requisiti imposti dalla normativa al fine dell'iscrizione della società nella sezione speciale ed ai conseguenti poteri dell'ufficio del registro delle imprese.

La ricorrenza dei requisiti è dunque oggetto di autocertificazione⁽⁵⁸⁾: il legale rappresentante della società infatti deve autocertificare la sussistenza degli stessi per procedere all'iscrizione alla sezione speciale delle *start up* innovative⁽⁵⁹⁾. Si tratta, quindi, di una dichiarazione sottoscritta dagli amministratori: in questa prospettiva, si profila il sorgere di nuovi doveri e responsabilità in capo non solo all'organo amministrativo, ma anche all'organo di controllo, se esistente.

Questo dovere peraltro non resta confinato alla fase iniziale: successivamente, con cadenza semestrale, il legale rappresentante deve attestare il mantenimento del possesso dei requisiti e depositare la relativa dichiarazione.

Non appare rimessa alla competenza dell'ufficio del registro delle imprese la valutazione del merito delle dichiarazioni presentate dalle aspiranti *start-up* innovative, ma solo la verifica della mera regolarità formale della documentazione presentata⁽⁶⁰⁾. La procedura di iscrizione, ove siano stati rispettati tutti gli adempimenti per la stessa previsti, non implica dunque alcuna analisi ispettiva da parte dell'ufficio. Questa conclusione trova conferma nel fatto che la procedura in questione non contempla la presentazione di una completa documentazione tecnica circa il prodotto ovvero servizio innovativo che si intende produrre e commercializzare⁽⁶¹⁾.

Sul punto si è innestato il recente decreto MISE del 17 febbraio 2016, che, con riferimento all'ipotesi di costituzione *online* con firma e atto costitutivo informatici, stabilisce che l'ufficio del registro delle imprese, in sede di iscrizione, debba verificare una serie di circostanze e, a tal fine, stila un lungo elenco: tra queste, alcune paiono molto delicate. In particolare, ci si riferisce alla verifica in ordine: alla conformità dell'atto al

modello *standard* alla luce delle complicazioni segnalate, alla validità delle sottoscrizioni, alla liceità, possibilità e determinabilità dell'oggetto sociale, nonché all'esclusività o prevalenza dell'oggetto sociale concernente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico, infine al rispetto della disciplina antiriciclaggio. Solo in caso di esito positivo dei controlli esperiti, l'ufficio può procedere all'iscrizione.

Rispetto alla procedura "ordinaria", emergono nuovi oneri in capo all'ufficio del registro delle imprese, qualora non intervenga il notaio per l'autenticazione delle firme⁽⁶²⁾: all'esito dell'intervento ministeriale si registra un aggravamento in relazione al ruolo e alle responsabilità di quest'ultimo, in assenza dell'atto pubblico. Questo rafforzamento del controllo in fase di costituzione discende, come già ricordato, dall'assenza del controllo notarile, in ossequio a quanto dispone la direttiva 2009/101/CE.

L'iscrizione nella sezione speciale rappresenta la chiave di accesso, seppure per un periodo limitato di tempo, ad una normativa privilegiata: la finalità di questa pubblicità pare essere infatti quella di sfruttare una serie di incentivi e, talvolta, derogare alla disciplina comune. Sembra che, con riguardo a questa fattispecie, si possa parlare di "efficacia normativa", mutuando l'autorevole e fortunata espressione coniata per le società in nome collettivo e in accomandita semplice c.d. regolari: rispetto alle quali l'iscrizione è presupposto necessario per la piena applicazione di un determinato regime giuridico⁽⁶³⁾. In ogni caso, la *start up* innovativa per acquisire la personalità giuridica, sarà soggetta alla pubblicità costitutiva ordinaria: questa circostanza oggi trova conferma nel recente decreto MISE del 17 febbraio 2016 che espressamente prevede che, contestualmente alla domanda di iscrizione nella sezione ordinaria, la società presenta istanza di iscrizione in quella sezione speciale.

L'iscrizione in sezione ordinaria resta, tuttavia, provvisoria fino a quando l'ufficio non verifichi l'esistenza dei requisiti di *start up* innovativa e non provveda alla seconda iscrizione: effettuata quest'ultima si consolida anche la prima, viceversa, la prima iscrizione in sezione ordinaria decade. D'altro canto, in caso di cancellazione successiva dalla sezione speciale per motivi sopravvenuti, la società mantiene l'iscrizione in quella ordinaria senza necessità di modificare o ripetere l'atto⁽⁶⁴⁾.

Le *start up* innovative s.r.l. nel sistema societario

Il sistema delle deroghe delineate dal legislatore pone delicati problemi in relazione, da un lato, alla collocazione della fattispecie nel nostro ordinamento, dall'altro, e conseguentemente, alla disciplina ad essa applicabile.

Sotto il primo profilo, pare opportuno prendere le mosse da una rapida rappresentazione dell'attuale ed intricata cornice normativa in cui si inserisce anche il fenomeno in esame: in primo luogo, osservando che la società a responsabilità limitata, per merito della sua struttura flessibile e dell'esiguità del capitale sociale minimo, pare avere assunto un ruolo "baricentrico" nel panorama dei tipi societari. In effetti, in un breve arco di tempo, il legislatore è intervenuto più volte sul modello, articolando un vero e proprio micro-sistema sotto l'egida della disciplina comune della s.r.l.⁽⁶⁵⁾.

Oggi è, dunque, possibile costituire una società a responsabilità limitata secondo le regole tradizionalmente offerte dal codice civile, nella forma semplificata, con capitale marginale, nonché con la veste di *start up* ovvero PMI innovativa⁽⁶⁶⁾.

Quale il rapporto tra questi "schemi" e il tipo originario?

Sul punto si è efficacemente parlato di "destrutturazione e plurimodulazione in sotto-tipi della s.r.l.", con la conseguenza che "il principio di tipicità può dirsi, se non tramontato, certamente fortemente appannato nel nostro ordinamento giuridico, (...), con una formula sintetica potrebbe dirsi che il sistema societario è passato 'dai tipi ai modelli'⁽⁶⁷⁾. Con riferimento alla s.r.l., il problema della ricostruzione della fattispecie non andrebbe perciò risolto "ricercando i tratti caratterizzanti di uno 'schema autonomo', quanto piuttosto qualificando il modello come 'schema aperto' plasmabile dai soci - con graduazioni rimesse alla loro legittima volontà - in plurime combinazioni di elementi 'capitalistici' e 'personalistici', in conclusione un 'modello modulare' non già modelli alternativi"⁽⁶⁸⁾.

La versatilità del tipo s.r.l. era già pacificamente emersa con la riforma del diritto societario: come si è detto, si tratta di "un modello caratterizzato da una notevole elasticità nella costruzione delle regole relative alla partecipazione sociale e alla *governance*, che può essere atteggiato dai soci in modi diversi, secondo schemi ripetitivi di quelli propri della s.p.a. ovvero all'opposto in conformità a strutture che si avvicinano anche di molto alle società di persone"⁽⁶⁹⁾.

Nel solco tracciato dal legislatore del 2003, dunque, si debbono collocare anche le più recenti configurazioni introdotte in seguito ad importanti manovre di politica economica. In esso, le s.r.l. semplificate sono state classificate quali "varianti" della società madre⁽⁷⁰⁾: cioè dotate di connotati del tipo ma con alcune peculiarità che comportano l'applicazione di una disciplina parzialmente differente (con riferimento al capitale sociale) nonché la possibilità di godere di un regime "agevolato". Il medesimo discorso vale anche per la s.r.l. con capitale ridotto.

D'altro canto, la *start up* innovativa, seppure sia costituita in forma di s.r.l., non pare classificabile come un sottotipo di società a responsabilità limitata, giacché l'espressione coniata dal legislatore individua una veste che possono indossare ovvero una categoria a cui possono appartenere società di tipo diverso regolate da una disciplina peculiare che va ad aggiungersi, e talvolta sostituire, a quella ordinaria⁽⁷¹⁾. In effetti, il regime "privilegiato" temporaneo, introdotto per le *start up* innovative, risulta adottabile, come abbiamo visto, attraverso l'iscrizione ad una sezione speciale del registro delle imprese, da diversi tipi societari⁽⁷²⁾. Verrebbe da dire che si delinea all'orizzonte una società multiforme, destinata ad una vita limitata nel tempo, con alcuni caratteri costanti ed una disciplina che in alcuni casi sostituisce, in altri può modificare, anche incisivamente nell'ambito delle s.r.l., quella del tipo adottato.

In ogni caso, la società nasce e si costituisce, attraverso l'iscrizione alla sezione ordinaria e, contemporaneamente, deposita al registro delle imprese l'attestazione e la documentazione richiesta per ottenere lo *status* di *start up* innovativa.

È poi l'impianto normativo a consentire, in particolare, alla s.r.l. *start up* innovativa di configurarsi secondo schemi organizzativi differenti, in relazione alle esigenze dei soci promotori dell'iniziativa economica, sfruttando o meno gli ampi spazi di manovra concessi dalle norme. Sicché, alla luce del sistema delle deroghe, paiono delinearsi essenzialmente due possibili ricostruzioni della fattispecie: da un lato, la *start up* innovativa s.r.l. che potremmo qualificare "ordinaria", in quanto non variante i connotati del tipo, dall'altro, viceversa, la *start up* innovativa s.r.l. "modificata", ridisegnante, in deroga al diritto societario comune, la propria identità tipologica.

La differente configurazione si riflette sulla disciplina applicabile.

La tipologia "ordinaria" pare possa rappresentare un'ulteriore "variante" della s.r.l. che, per il primo ciclo di vita, risulta caratterizzata, come si è già anticipato, da un particolare regime giuridico che le permette di godere, sotto il profilo del diritto societario e fallimentare, di due importanti benefici: la possibilità di derogare alle procedure di riduzione del capitale sociale per perdite, contenute negli artt. 2482 *bis* e *ter* c.c.; nonché l'esenzione dalle procedure concorsuali comuni. Laddove per tutti gli aspetti non derogati trovano applicazione le regole del tipo s.r.l.: non sembrano emergere, in questa ipotesi, particolari problemi di compatibilità.

Si tratta, dunque, certamente di una società a responsabilità limitata che verrebbe da definire "agevolata", sia quanto ai segmenti normativi sopra ricordati e che riguardano precipuamente il diritto societario e fallimentare, sia perché, al pari di tutte le *start up* innovative, ha accesso ad una serie di ulteriori benefici in altri settori dell'ordinamento.

In ogni caso, decorso il periodo di "*start up*", ovvero sia i primi cinque anni di vita, la società continua la propria attività secondo il modello ordinario.

Il quadro delineato non crea perciò situazioni giuridicamente rilevanti o "imbarazzanti": la legge consente agli operatori di sviluppare un progetto economico, da un lato, sfruttando, per un periodo delimitato di tempo, vantaggiose opportunità negli ambiti che maggiormente rilevano per gli imprenditori, dall'altro, scongiurando il fallimento anche attraverso una politica di "rinvio delle perdite".

Lo scenario muta completamente dinnanzi alla possibilità, concessa dal legislatore, di strutturare, attraverso l'atto costitutivo, la *start up* innovativa s.r.l., uscendo dai confini tradizionalmente imposti per un tipo societario chiuso.

Le norme "eccezionali", contenute nel recente intervento normativo, consentono infatti di mutare anche profondamente l'essenza della s.r.l. e si possono collocare su due piani distinti: in alcuni casi, si tratta di regole che permettono operazioni altrimenti inammissibili (emissione di categorie di quote; di strumenti finanziari; operazioni sulle proprie quote); in un caso (la possibilità di offerta al pubblico di quote) del venir meno di un tratto caratterizzante il tipo s.r.l.⁽⁷³⁾.

Da questa impostazione discendono due ulteriori "sotto-schemi" della *start up* innovativa s.r.l. che abbiamo classificato come "modificata": avremo da un lato, quella che presenta variazioni rilevanti, ma in qualche misura compatibili con il tipo; dall'altro lato, quella che mutando un connotato qualificante oltrepassa i confini del tipo.

In entrambe le ipotesi, pare necessario verificare la compatibilità delle regole comuni con la peculiare configurazione della *start up* innovativa s.r.l. "modificata". E ciò partendo dal *corpus* normativo delle s.r.l. che, seppure costruito in modo coerente con il carattere tipicamente chiuso del tipo, appare organizzato su due blocchi di norme: quelle imperative, da un lato, quelle dispositive, che rendono flessibile il modello, dall'altro. Dal che già si deduce che i maggiori problemi per l'interprete conseguiranno dall'eventuale necessità di superare le norme del primo blocco, divenute incompatibili.

In questa prospettiva, alcune fattispecie necessiteranno, esclusivamente, di un intervento da parte dei soci sull'atto costitutivo al fine di renderle adeguate alle caratteristiche della *start up* innovativa s.r.l.: si pensi alle modalità di convocazione e svolgimento dell'assemblea, all'organizzazione di un sistema di *governance* coerente, in particolare alla verosimile necessità di costituire un organo di controllo sulla gestione.

D'altro canto, l'aspetto più delicato pare rappresentato dalla incidenza di una struttura aperta su norme imperative proprie della disciplina delle s.r.l. La mente corre ai penetranti poteri di controllo sulla gestione attribuiti, in forza dell'art. 2476, 2° comma, c.c., ai singoli soci non amministratori⁽⁷⁴⁾. Il diritto di informazione e consultazione dei documenti relativi all'amministrazione, frutto di una scelta spiccatamente personalistica da parte del legislatore del 2003, ha infatti natura indisponibile, ma, attraverso l'autonomia negoziale, pare possa essere regolamentato e, anche, in parte "arginato": la riduzione dei relativi poteri, forse, potrà essere così incisiva da avvicinarne il contenuto all'analogo istituto previsto nel contesto delle società per azioni⁽⁷⁵⁾.

Nella stessa ottica, si pone la possibilità offerta ai singoli soci di promuovere l'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori; si tratta, in effetti, anche in questo caso di un potere concesso sul presupposto che la compagine sociale sia formata da un numero ristretto di soci, che partecipano attivamente all'esercizio comune dell'attività d'impresa.

Vi sono poi alcune norme comuni che appaiono difficilmente compatibili ovvero utilizzabili, sotto il profilo operativo, con l'aspetto di matrice fortemente capitalistica che la *start up* innovativa s.r.l. "modificata" può assumere. Paiono rientrare in questo "calderone" le disposizioni relative alla possibilità di inserire nell'atto costitutivo cause di esclusione per giusta causa dalla società, il diritto di recesso, nonché la possibilità di eseguire dei conferimenti d'opera visto che debbono essere garantiti da parte dei soci⁽⁷⁶⁾. Sotto quest'ultimo profilo, si osserva che qualsiasi conferimento in natura da parte degli investitori "online" sembrerebbe di complicata gestione⁽⁷⁷⁾.

D'altro canto, per quanto concerne l'estensione di regole tipiche delle società per azioni alle *start up* innovative s.r.l., in relazione agli istituti introdotti sulla falsariga di quelle, pare ragionevole, come già visto, l'applicazione per analogia di alcune norme dettate in quella sede.

La configurazione della struttura finanziaria che può assumere una società a responsabilità limitata, seppure *start up* innovativa, pone delicati interrogativi in relazione alla sua collocazione giacché si tratta di una creatura "ibrida" e ciò ancor più nel caso in cui offra le quote al pubblico.

Quest'ultima è, dunque, divenuta un modello eterogeneo, che riunisce taluni caratteri della s.p.a. insieme a quelli propri della s.r.l.: questa combinazione pare ridurre il divario tra i due tipi societari scolpito dal legislatore della riforma, gettando un "ponte" verso le sorelle maggiori s.p.a.

È proprio la diversa disciplina dell'impianto finanziario, come ha rilevato attenta dottrina, che assurge a "decisivo spartiacque tipologico tra le due forme societarie ed elemento fondante la loro accentuata divaricazione sul piano regolamentare"⁽⁷⁸⁾.

Si impone una riflessione sulla qualificazione di questa nuova figura giuridica coniata dal Decreto crescita *bis* per valutare quale sia la miglior soluzione in relazione al "pacchetto normativo" ad essa applicabile. Come è stato autorevolmente sostenuto "la disciplina della s.r.l. e della s.p.a. è "modellata", nella prima, sul principio della rilevanza centrale del socio e dei rapporti contrattuali tra i soci e, nella seconda, sui principi della rilevanza centrale dell'azione, della circolazione della partecipazione sociale e della possibilità di ricorso al mercato del capitale di rischio: dove la suddetta "rilevanza centrale" allude non già ad un preciso presupposto ma ad un archetipo socio-economico, (...). Si tratta in altre parole di quell'emersione empirica di un determinato tipo societario alla quale il legislatore intende ispirare il proprio intervento regolatore, o perché la considera prevalente nella prassi o perché ne intende favorire la diffusione ritenendola più omogenea rispetto ai propri valori, senza che tutto ciò impedisca l'adozione ad opera dell'autonomia privata, entro i confini del suddetto tipo, di altri modelli ispirati a diversi archetipi o ad una diversa combinazione di questi"⁽⁷⁹⁾: dentro al perimetro normativo di quelle figure societarie vi è spazio perciò per l'apprestamento attraverso l'autonomia negoziale di una diversificata gamma di modelli alternativi rispetto a quello ufficiale⁽⁸⁰⁾.

Nell'ipotesi delle *start up* innovative, tuttavia, il legislatore ha legittimato, in nome forse di superiori interessi di politica-economica, la possibilità per la s.r.l. di indossare, seppure temporaneamente⁽⁸¹⁾, un abito che le concede di oltrepassare il confine rigidamente tracciato tra s.p.a. ed s.r.l.

In questa prospettiva, paiono ora ancor più efficaci le parole di Dolmetta: "tutti i significati principali del "tipo s.r.l." si trovano a subire una visibile attenuazione di significatività, un notevole indebolimento di valenza, (...), al punto da legittimare l'interrogativo se nel presente il "tipo s.r.l." non sia, tutto sommato, un semplice *nomen* cui resti attaccato, per certi versanti, una responsabilità (solo) tendenzialmente limitata a un capitale/patrimonio rappresentato da quote; e con l'aggiunta di serie di norme inderogabili"⁽⁸²⁾. Lo stesso Autore parla di "destrutturazione del tipo": un'espressione calzante rispetto all'attuale panorama societario ancora in fase di aggiustamenti e di sperimentazione.

Oggi, dunque, agli operatori è consentito di costituire una società a responsabilità limitata che, alle condizioni indicate nel decreto crescita *bis*, diviene strumento di raccolta ed allocazione di investimenti produttivi, con una peculiare attenzione ai profili finanziari ed un assetto contrattuale aperto, allontanandosi, marcatamente, dal tipo originario che, viceversa, si connota per la sua struttura chiusa e per la naturale sovranità dei soci sulla gestione.

Sull'onda di queste riflessioni si rende necessaria un'ulteriore distinzione tra una s.r.l. che nasce come *start up* innovativa "modificata" e, viceversa, la s.r.l. *start up* innovativa "ordinaria" che decida, in un momento successivo della propria vita, di accedere alla possibilità di offrire le proprie quote al pubblico.

Questa decisione comporta, per la società che l'assume, una modifica dell'atto costitutivo. Si pone, però, un problema di classificazione di tale "passaggio": si tratta di una semplice modificazione ovvero sarebbe meglio parlare di trasformazione?⁽⁸³⁾

La soluzione della questione, più teorica che pratica, dipende dalla qualificazione che si intenda attribuire alle nuove figure "ibride", rispetto alla società madre: sicché, se si ritenesse che il passaggio implichi un cambiamento del tipo, troverebbe applicazione la disciplina della trasformazione. Dal punto di vista operativo, pare, in ogni caso, possibile garantire il diritto di recesso in capo ai soci non consenzienti, trattandosi di cambiamenti inerenti il diritto di voto e di partecipazione⁽⁸⁴⁾.

Le incisive deroghe sembrano comunque sottintendere, da un lato, l'estensione della disciplina della s.r.l. anche a società "aperte"; è infatti ormai pacifico che avvenuta l'iscrizione di un atto di autonomia come s.r.l. senz'altro si applica la normativa scritta per questo tipo, indipendentemente dalla correttezza o meno sul piano sostanziale della qualificazione⁽⁸⁵⁾; dall'altro, l'applicazione, per analogia, della disciplina delle s.p.a. alle prime.

Decorso il periodo destinato al regime agevolato, la s.r.l. *start up* innovativa "modificata", come detto, viene cancellata dalla sezione speciale e perde tale qualifica, restando iscritta alla sezione ordinaria. Tuttavia, curiosamente, la legge le concede di conservare le clausole inserite nell'atto costitutivo che prevedano l'emissione di categorie di quote e di strumenti finanziari: quest'ultime, infatti, mantengono efficacia limitatamente alle quote di partecipazione già emesse.

In quest'ipotesi, dunque, al micro-sistema delle società a responsabilità limitata, che siamo venuti delineando, si deve aggiungere la s.r.l. "ex-*start up* innovativa", che resta una società a responsabilità limitata "geneticamente modificata": alla stessa, che non può più incentivare altri investimenti, rimarranno in eredità alcuni connotati capitalistici acquisiti durante la prima fase di vita. La *ex start up* si ritrova, dunque, "ingessata" in un modello organizzativo foggato per gruppi ristretti ma avrà, potenzialmente, una compagine allargata ai soci investitori. Singolare peraltro il fatto che le diversità, originate dalla "precedente vita", non siano percepibili dall'esterno: con il decorso del quinquennio e la perdita della qualifica di *start up* innovativa, infatti, la società appare come una normale s.r.l.

A completare il quadro, è intervenuto il D.L. n. 3/2015 che ha introdotto le, più volte richiamate, PMI innovative: questa ulteriore possibilità, conferma la sensazione che si sia realizzata una sorte di micro-riforma del modello s.r.l. Le deroghe al diritto comune applicabili anche alla PMI innovativa⁽⁸⁶⁾ – di più ampia diffusione e senza vincoli temporali – consentono di poter parlare di una nuova figura che si differenzia dal tipo originario, in quanto caratterizzata dalla possibile apertura al mercato del capitale di rischio attraverso la creazione di categorie di quote⁽⁸⁷⁾. In questa prospettiva, nulla preclude all'impresa, che è stata iscritta nella sezione speciale delle *start up* innovative, di effettuare il "passaggio senza interruzione", alla luce delle regole stabilite dal MISE e se ne ha i requisiti, alla categoria delle PMI innovative, mediante l'iscrizione all'apposita sezione⁽⁸⁸⁾.

La ritenuta legittimità di processi di "osmosi" tra i nuovi *look* ideati dal legislatore per le s.r.l. consente ai giovani progetti d'impresa di sfruttare al meglio l'attuale legislazione semplificativa ed agevolativa ed accrescere ulteriormente il già consolidato *appeal* del tipo societario più flessibile ed elastico del nostro ordinamento; d'altro canto, questa ricostruzione pare escludere la riconducibilità dei passaggi da uno schema all'altro nell'ambito di operazioni di trasformazione.

Lo "statuto speciale" per le *start up* innovative

Il regolare adempimento delle regole di pubblicità determina per le *start up* innovative l'applicazione di un regime giuridico di particolare favore. Nel disciplinare le misure per la loro nascita e sviluppo, infatti, il legislatore introduce – oltre alla possibilità di un accesso semplificato al Fondo centrale di garanzia, nonché di uno specifico sostegno al processo di internazionalizzazione da parte dell'Agenzia ICE – una serie di benefici in termini di riduzione degli oneri per l'avvio, vantaggi sotto il profilo fiscale e del diritto del lavoro, nonché, come già detto, apprezzabili deroghe al diritto societario e alla legge fallimentare⁽⁸⁹⁾. L'obiettivo perseguito è, innegabilmente, quello di avvicinare il mondo imprenditoriale alla nuova *start up* innovativa.

In primo luogo, il D.M. 29 aprile 2013 stabilisce i criteri e le modalità semplificati di accesso diretto al Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese⁽⁹⁰⁾. In particolare, sulle operazioni finanziarie riferite a *start up* innovative la garanzia del fondo è concessa a titolo gratuito e senza valutazione dei dati contabili di bilancio. Essa può ricoprire fino all'ottanta per cento dell'ammontare del credito ottenuto: l'importo massimo garantito per ogni *start up* innovativa a pari 2,5 milioni di euro. Si tratta di un importante tassello attuativo a complemento della nuova normativa a sostegno dell'ecosistema delle *start up* innovative: una copertura così elevata, infatti, rappresenta per il finanziatore un significativo incentivo alla concessione di prestiti a favore di quelle categorie di imprese che, per l'alta rischiosità che le caratterizza, incontrerebbero particolari difficoltà nell'accesso al credito.

Un ulteriore strumento di agevolazione messo a disposizione delle *start up* innovative è costituito dalla "carta servizi" dell'Agenzia italiana per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane (ICE) in collaborazione del Ministero dello Sviluppo Economico (art. 30, commi 7 e 8, D.L. n. 179/2012). Questo documento dà diritto a uno sconto del trenta per cento sulle tariffe dei servizi di assistenza erogati dall'Agenzia in materia normativa, societaria, fiscale, immobiliare, contrattualistica e creditizia; inoltre l'Agenzia si impegna a sostenerne il processo di internazionalizzazione, individuando le principali fiere e manifestazioni internazionali dove è possibile ospitare gratuitamente le *start up* innovative, tenendo conto dell'attinenza della loro attività all'oggetto della manifestazione, nonché a sviluppare iniziative per favorire l'incontro delle stesse con investitori potenziali per le fasi di *early stage capital* e di capitale di espansione.

Per le *start up* innovative si prospetta poi un risparmio in sede di costituzione: sono esonerate dal pagamento dell'imposta di bollo e dei diritti di segreteria abitualmente dovuti per l'iscrizione al registro delle imprese, nonché per il deposito di qualsiasi tipologia di atto⁽⁹¹⁾. Per tutto il periodo durante il quale la società mantiene i requisiti e la qualifica è inoltre dispensata dal pagamento del tributo obbligatorio annuale in favore della camera di commercio.

Particolare attenzione è stata riservata dal legislatore ai profili fiscali al fine di agevolare lo sviluppo e l'operatività del nuovo strumento societario. In questa prospettiva, viene introdotto un regime fiscale e contributivo di favore per i piani di incentivazione basati sull'assegnazione di azioni, quote o titoli similari agli amministratori, dipendenti e collaboratori continuativi delle *start up*, c.d. *stock options* e il reddito derivante dalla loro attribuzione non concorre alla formazione della base imponibile, sia ai fini fiscali che contributivi (art. 27, D.L. n. 179/2012). Viene, in tal maniera, favorita la partecipazione diretta al rischio d'impresa dei componenti dell'organo amministrativo, dei dipendenti e dei collaboratori della società. Tuttavia, l'agevolazione è subordinata alla previsione che gli strumenti finanziari ovvero i diritti non devono essere riacquistati dalla *start up* innovativa o da qualsiasi altro soggetto che direttamente controlla o è controllato dalla stessa.

D'altro canto, per implementare la crescita del nuovo modello, è stata potenziata la sua capacità di attrarre investimenti anche attraverso la leva fiscale. In questo senso, sono stati introdotti degli incentivi fiscali per gli investimenti – sia diretti che per il tramite di OICR e altre società che investono prevalentemente in *start up* – in imprese *start up* innovative provenienti da persone fisiche (detrazione IRPEF del 19% dell'investimento fino ad un importo massimo investito di 500.000 euro) e giuridiche (deduzione dell'imponibile IRES del 20% dell'investimento fino ad un massimo investito pari a 1,8 milioni di euro)⁽⁹²⁾. Viene, altresì, riconosciuto ad esse, in via prioritaria rispetto alle altre imprese e con modalità semplificata, un credito d'imposta pari al 35% del costo aziendale totale sostenuto per l'assunzione, a tempo indeterminato, di personale altamente qualificato (valido per le assunzioni avvenute entro il 31 dicembre 2014).

La *start up* innovativa è inoltre esonerata dall'obbligo di apposizione del visto di conformità per compensazione dei crediti IVA fino a 50.000 euro (art. 4, comma 11° *novies*, D.L. n. 3/2015): in tal guisa, non viene ostacolato l'utilizzo della compensazione orizzontale e la società può ricevere rilevanti benefici in termini di liquidità durante la delicata fase degli investimenti in innovazione⁽⁹³⁾.

Sul versante tributario, si precisa ancora che alle *start up* innovative non si applicano le norme in materia di società di comodo e di società non operative, sia con riguardo ai test di operatività che alla normativa relativa alla disciplina delle società in perdita sistemica.

L'evidente *favor* all'assunzione di personale da parte di *start up* innovative è confermato anche dalla possibilità di stipulare contratti di lavoro a tempo determinato, la cui durata può variare tra i sei mesi e i 36 mesi, rinnovabili più volte senza soluzione di continuità; decorsi i 36 mesi il contratto può essere rinnovato per una sola volta, per un massimo di 12 mesi. In ogni caso, decorso tale termine senza che il rapporto sia stato interrotto, il contratto si trasforma automaticamente in un rapporto di lavoro a tempo indeterminato. A tutela dei lavoratori è poi espressamente sancita una sanzione per il caso di abuso da parte delle società, in assenza dei requisiti di *start up* innovativa, della relativa disciplina: i contratti di lavoro stipulati si considerano sempre a tempo indeterminato. In relazione alla remunerazione dei dipendenti, fatto salvo un minimo tabellare fisso, è lasciato alle parti stabilire un'integrazione variabile dello stipendio che può consistere in trattamenti collegati all'efficienza o alla redditività dell'impresa, alla produttività del lavoratore, ovvero ad altri obiettivi o parametri di rendimento che possono essere concordati.

Infine, sempre con l'intento di aiutare le imprese innovative, il D.L. n. 3/2015 ha previsto l'istituzione, presso il Ministero, di appositi portali dedicati a raccogliere una serie di informazioni significative con riguardo ai documenti utili per accedere ai bandi di finanziamento, nonché agli interventi normativi che interessano il settore.

La delicata posizione degli investitori: rischi e presidi

Il tratteggiato quadro delle agevolazioni rappresenta la disciplina peculiare delle imprese *start up* innovative e costituisce il suo punto di forza e di attrattività. Il venir meno della qualifica, per il decorso del periodo di tempo previsto dalla legge ovvero per la perdita o la mancata attestazione dei requisiti, determina la cessazione del regime "agevolato".

Dal punto di vista dell'investitore si prospetta una serie di rischi: quello della perdita del capitale investito, quello della illiquidità dell'investimento e non ultimo quello della sottoscrizione di un contratto *on line*.

Sotto il primo profilo, è la stessa Consob a sottolineare il rischio legato al tipo di investimento in realtà societarie nuove, senza storia, nella quali l'eventualità che il progetto non vada a buon fine è chiaramente superiore rispetto a società già collaudate ed operanti in determinati settori: la mancanza di elementi economici e razionali a cui fare riferimento e, di conseguenza, l'approccio inevitabilmente emozionale con cui si valuta l'investimento, comportano l'opportunità di investire somme per cui si ritiene di poter subire una perdita totale. Un ulteriore rimedio potrebbe essere quello di diversificare l'investimento su iniziative appartenenti a vari settori⁽⁹⁴⁾. È poi sempre opportuno che l'investitore svolga una, seppure minima, attività di *due diligence* sulla realtà nella quale sta investendo⁽⁹⁵⁾. In ogni caso, egli deve essere consapevole del fatto che l'investimento non sarà remunerativo per i primi cinque anni, considerato il divieto imposto alle neo-imprese di distribuire utili.

La nuova disciplina non prevede una *exit strategy* per chi abbia investito. Le partecipazioni in imprese innovative non sono negoziabili su mercati organizzati e, quindi, non sono facilmente liquidabili ed è altresì difficile stimarne il valore: non esistendo un mercato secondario su cui effettuare gli scambi, l'investitore deve essere capace di individuare un possibile acquirente e, in ogni caso, deve essere consapevole del rischio di restare "prigioniero" dell'investimento. Anche quest'ultimo elemento conferma l'opportunità di destinare somme compatibili con il paventato pericolo. Resta ad ogni modo salvo il diritto di recesso nei casi contemplati dal Regolamento e nelle tradizionali ipotesi previste dal codice civile per le società di riferimento; come è stato osservato, la più elevata probabilità di scambio è legata al possibile cambio di controllo sulla società⁽⁹⁶⁾.

In assenza di un mercato organizzato per lo scambio, la società offerente potrebbe avere interesse ad agevolare un *marketplace* dei propri strumenti finanziari: a tal fine si potrebbe immaginare la creazione, con l'ausilio del portale, di punti di incontro "virtuali" tra gli investitori (*blog*) dove i soci possano seguire gli sviluppi della vita societaria e proporre la compravendita dei propri strumenti finanziari.

D'altro canto, lo scenario potrebbe cambiare decisamente se la società riuscisse a crescere fino ad essere quotata in borsa: in questo caso, le partecipazioni potrebbero essere vendute con un significativo profitto a vantaggio dell'investitore che abbia, *ab origine*, creduto nell'iniziativa.

In questo quadro, è intervenuta la legge di conversione del decreto *Investment Compact* che ha esteso la possibilità di gestire una campagna di *equity crowdfunding* agli OICR che investono prevalentemente in *start up* e PMI innovative: si tratta di un'importante novità nel mondo della finanza giacché si consente di collocare *online* il capitale di una società veicolo di investimento specializzato. Quest'ultimo tassello normativo, da un lato, pare favorire la ripartizione del rischio su più progetti in una logica razionale di gestione del portafoglio, dall'altro, consente all'investimento una maggiore liquidità poiché le quote di OICR sono correntemente scambiate sul mercato⁽⁹⁷⁾.

Vi è poi il fattore *web* con tutti i problemi annessi alla contrattazione *on line*: la diffusione dell'utilizzo di internet per le transazioni commerciali ha aumentato il rischio di "incappare in iniziative illecite o in vere e proprie truffe"⁽⁹⁸⁾. Sul punto peraltro nulla è detto nel regolamento e, di conseguenza, sorge spontaneo domandarsi quale sia la disciplina applicabile a questi contratti: nel silenzio delle norme occorre, probabilmente, rifarsi, nei limiti della compatibilità, alle regole impiegate per risolvere i problemi derivanti dall'*e-commerce* nel peculiare settore del collocamento dei prodotti finanziari⁽⁹⁹⁾.

D'altro canto, la regolamentazione secondaria riconosce all'investitore *retail* una serie di strumenti di protezione, che paiono mutuati dal sistema del Tuf nonché dal codice del consumo in relazione ai contratti che abbiano ad oggetto servizi di investimento.

In primis, sorge in capo ai soli investitori non professionali, tra il momento di adesione all'offerta e quello in cui essa sia definitivamente chiusa qualora sopravvenga un fatto nuovo ovvero venga rilevato un errore materiale in ordine alle informazioni presentate sul sito *web* idonei ad influire sulla decisione di investimento, il diritto di revocare la propria adesione. Questo diritto può essere esercitato esclusivamente entro il termine di sette giorni dalla data in cui le nuove informazioni siano state portate a conoscenza degli investitori⁽¹⁰⁰⁾: la limitazione temporale per l'esercizio della revoca è posta a tutela dell'impresa al fine di ridurre le situazioni di incertezza in ordine al numero di adesioni all'offerta. La previsione rievoca, seppure con una formula più ampia, quella prevista per la normale sollecitazione del pubblico risparmio, qualora mutino le informazioni ovvero le condizioni inizialmente riportate nel prospetto informativo (art. 95 *bis* t.u.f.).

Sulle orme della schema-tipo dei contratti a distanza, la Consob impone alla piattaforma di assicurare agli investitori non professionali il "rituale" diritto di recesso, senza alcuna spesa, tramite comunicazione rivolta al gestore entro sette giorni decorrenti dalla data dell'ordine di adesione⁽¹⁰¹⁾. Si tratta di un diritto di recesso dal contratto di investimento *ad nutum* molto simile a quello previsto dal codice del consumo, che ha la funzione di proteggere l'investitore da un'operazione non sufficientemente ponderata per l'allettante velocità con cui si può operare via internet nonché la facilità di accesso al mezzo di investimento.

L'ultimo meccanismo di tutela attiene all'ipotesi in cui, successivamente alla chiusura dell'offerta, i soci che detengono il controllo dell'emittente decidano di trasferirlo, direttamente o indirettamente, a terzi: ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale e nell'ottica di tutelare gli investitori rispetto alle dinamiche del gruppo di comando della compagine sociale, il gestore ha l'onere di verificare, da un lato, che siano stati introdotti,

nello statuto ovvero nell'atto costitutivo dell'emittente, il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni, fissandone modalità e condizioni di esercizio, dall'altro, che vi sia la comunicazione alla società nonché la pubblicazione dei patti parasociali sul sito internet dell'emittente. Si tratta, tuttavia, di una verifica che pare di carattere meramente formale; pertanto il gestore assolve al proprio dovere nel momento in cui accerta l'adempimento alle prescrizioni normative e non, viceversa, l'effettiva capacità di quelle clausole di tutelare i soci più deboli.

Il diritto di recesso ovvero quello di co-vendita sono rimedi alternativi (ma nulla vieta di prevederli anche congiuntamente) e vengono riconosciuti espressamente per il periodo in cui sussistono i requisiti di "start up innovativa" e, in ogni caso, per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta: così i soci fondatori non dovrebbero incappare nella tentazione di rinunciare allo status di start up innovativa pur di vendere il business in danno dei crowdfunders. Ci troviamo, dunque, di fronte ad una scelta legislativa a tutela del contraente debole a cui viene garantita una way out al verificarsi di una situazione potenzialmente dannosa, concedendo la possibilità di inserire clausole convenzionali di recesso ovvero di "tag along", che impongono al socio di maggioranza di vendere, insieme alla sua quota e alle medesime condizioni, anche quella del socio di minoranza allo scopo di evitare pregiudizi agli investitori dinnanzi ad una importante mutazione nella compagine sociale. D'altro canto, secondo gli schemi tradizionali, il diritto di recesso viene concesso di fronte ad ipotesi gravi: in questo senso, l'uscita dei soci di controllo è ritenuta particolarmente rilevante, atteso che si discute di uno specifico tipo di società, focalizzato sulla capacità di generare innovazione tecnologica, caratteristica generalmente legata alle persone fisiche⁽¹⁰²⁾. In ogni caso, la disposizione dimostra la volontà del legislatore di tutelare la fiducia che gli investitori ripongono nei soci originari dell'impresa innovativa poiché, spesso, queste rivestono un ruolo strategico nel successo dell'iniziativa⁽¹⁰³⁾.

L'operazione: i presupposti e le conseguenze

La piattaforma svolge un ruolo cruciale: in questo senso aiuta, da un lato, gli investitori a selezionare i settori e le società di interesse e a reperire, velocemente, informazioni sul progetto imprenditoriale per comprenderne caratteristiche e rischi, dall'altro, le imprese a promuovere la loro crescita favorendo il contatto diretto con coloro che sono interessati a dotare quelle della necessaria forza finanziaria. Le offerte vengono pubblicate sul sito del portale attraverso apposite schede informative redatte secondo il modello fornito nel Regolamento Consob e possono essere presentate anche con strumenti multimediali tramite immagini, video e "pitch". Si tratta di presentazioni che descrivono la società, la sua idea di business, i soci fondatori e i piani che intendono perseguire: giacché la scelta di investire in imprese innovative si basa, prevalentemente, su di un approccio di tipo emozionale, piuttosto che su ragionamenti economici e razionali, queste modalità, certamente, risultano più efficaci⁽¹⁰⁴⁾.

L'investitore aderisce all'offerta attraverso un bonifico in favore di un conto destinato ed indisponibile, costituito appositamente per ogni operazione: il gestore comunica alla banca o all'impresa di investimento, a cui sono trasmessi gli ordini e presso la quale è versata la provvista, le informazioni relative al perfezionamento dell'offerta e, solo successivamente a quel momento, i relativi fondi saranno trasferiti all'offerente (art. 17, 6° comma, reg.). L'intervento sul Regolamento, in questo caso, ha rafforzato la separazione tra il patrimonio dell'offerente e i fondi raccolti fino alla chiusura dell'offerta. L'adesione dell'investitore non risulta, dunque, sufficiente al perfezionamento del contratto: la qualità di socio non si assume subito con la sottoscrizione dell'ordine di adesione ovvero con l'esecuzione del bonifico, ma solo nel momento in cui l'operazione di crowdfunding vada effettivamente "in porto".

A tal fine, per il perfezionamento dell'offerta, la versione originaria del Regolamento prevedeva che il gestore avesse l'onere di verificare che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti venisse sottoscritta da investitori professionali, fondazioni bancarie o incubatori di start up innovative⁽¹⁰⁵⁾; erano, quindi, esclusi i clienti professionali su richiesta e cioè le persone fisiche per le quali sia stato accertato il possesso di specifiche competenze ed esperienza in tema di operazioni finanziarie. Il recente intervento normativo ha, invece, esteso anche a quest'ultima categoria di soggetti la possibilità di rientrare nel novero di coloro che, sottoscrivendo il 5% dell'offerta, contribuiscono alla sua "sopravvivenza": il cliente professionale privato o pubblico su richiesta deve trasmettere al gestore un'attestazione rilasciata dall'intermediario di cui è cliente dalla quale risulti la sua classificazione (art. 24, comma 2° bis, reg.)⁽¹⁰⁶⁾.

Sul punto, la Consob, fortemente sollecitata in sede anche di seconda consultazione, ha cercato di individuare dei requisiti oggettivi che potessero identificare un profilo di investitore in grado di segnalare al mercato dei capitali l'appetibilità dell'offerta, pur ad alto rischio.

In questa prospettiva, nel licenziare il testo definitivo, ha ulteriormente allargato la platea di investitori ai fini della sottoscrizione del 5% dell'offerta, riconoscendo una nuova categoria calibrata in ragione delle specificità delle operazioni da effettuarsi: si tratta degli investitori c.d. "a supporto dell'innovazione", in possesso dei requisiti di onorabilità stabiliti per i soci che detengono il controllo e per gli amministratori dei gestori, con un portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a cinquecento mila euro, nonché dotati, oltre che di un'adeguata capacità di sostenere perdite, di una comprovata esperienza e competenza nel settore specifico dell'innovazione. In particolare, tali soggetti devono dimostrare, attraverso apposita documentazione dell'intermediario di cui sono clienti, di possedere uno dei seguenti requisiti: a) aver effettuato, nell'ultimo biennio, quantomeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in start up o PMI innovative, ciascuno dei quali per un importo pari almeno a quindicimila euro, b) avere

ricoperto, per almeno dodici mesi, cariche sociali in qualità di amministratore esecutivo in una *start up* o PMI innovativa diversa dall'offerente.

La percentuale di investimento è una condizione di efficacia dell'offerta, l'ampliamento dei sottoscrittori, nonché soprattutto l'inclusione tra essi di questa nuova categoria, pare infatti, in qualche misura, agevolare la realizzazione dell'operazione: peraltro la presenza di soggetti dotati di una specifica esperienza nel settore dell'innovazione tecnologica dovrebbe svolgere, a favore del *crowd*, un'importante funzione di garanzia in ordine alla affidabilità dell'iniziativa promossa. In tale prospettiva, la figura di recente coniata di legislatore, l'investitore c.d. a supporto dell'innovazione, rappresenta di certo un punto di forza della rinnovata disciplina regolamentare.

Per contro, pare curioso il fatto che in un sistema di raccolta di capitali, che si propone alternativo ai canali istituzionali di finanziamento, sia previsto l'obbligo di partecipazione, anche, tra gli altri, di un investitore professionale esponente del mondo bancario⁽¹⁰⁷⁾: questo requisito riduce in modo consistente le caratteristiche di democraticità del *crowdfunding*, che rischia, viceversa, di diventare uno strumento alternativo per le banche⁽¹⁰⁸⁾.

L'obbligo di sottoscrizione da parte di investitori istituzionali implica, comunque, anche il rischio che i progetti imprenditoriali di più modesto rilievo economico difficilmente potranno trovare spazio nel nuovo ambiente regolatorio.

Sotto il profilo prettamente societario, alla luce del modello tracciato dal legislatore si delinea, in seguito al finanziamento erogato dalla folla, un'ipotesi di aumento del capitale sociale. Il finanziamento, in effetti, avviene a fronte dell'assegnazione agli investitori di quote o azioni fornite, presumibilmente, di diritti particolari che rendano "desiderabile" l'investimento: si tratta di un modello di *equity based crowdfunding* che determina un aumento "reale" del capitale sociale.

La prospettiva perseguita dal finanziatore, seppure forse spinto da un impulso più emotivo che razionale verso l'iniziativa imprenditoriale proveniente dal *web*, è quella tradizionale di ottenere un rendimento che si realizza sotto forma di partecipazione societaria.

Risulta, dunque, opportuno volgere lo sguardo alle norme procedurali dedicate alla fattispecie dell'aumento del capitale sociale, peraltro non dissimili nelle s.p.a. e nelle s.r.l., al fine di stabilire l'innesto di questa particolare ipotesi su quelle⁽¹⁰⁹⁾.

A fronte della necessità di recuperare finanziamenti per realizzare il progetto innovativo, l'operazione di *crowdfunding* prenderà pertanto avvio con la preliminare delibera, da parte dell'emittente, di un aumento del capitale a pagamento.

In questo contesto, pare che il diritto di opzione ovvero di sottoscrizione, rispettivamente delle azioni o quote, che sorge in sede di aumento del capitale, dovrebbe venir meno per un fattore di "selezione naturale", nel senso che i soci, presumibilmente, non avranno le risorse necessarie ovvero, comunque, non saranno così interessati al "peso" della loro partecipazione rispetto alla compagine sociale, trattandosi, prevalentemente, di micro-conferimenti che non rischiano di subire un significativo effetto "diluizione" per l'entrata di nuovi soci. In tale prospettiva, emerge un *identikit* dell'investitore-tipo come di un socio "assente", mero investitore, che probabilmente prediligerà l'assegnazione di quote o azioni privilegiate sotto il profilo patrimoniale più che amministrativo. A tal proposito, si osserva che comunque l'aumento dovrà seguire la disciplina comune e rispecchiare la struttura finanziaria della società affinché sorga il diritto di opzione per coloro che siano già soci detentori di partecipazioni "speciali".

In ogni caso, nell'ambito delle società a responsabilità limitata che, come già più volte detto, rappresentano il modello di elezione per la costituzione delle neo-*start up* innovative, è la legge che espressamente prevede la possibilità, attraverso una clausola dell'atto costitutivo, di escludere il diritto di sottoscrizione, offrendo le quote di nuova emissione solo ai terzi: questa soluzione pare la più adeguata alla fattispecie in questione giacché consente di procedere direttamente all'offerta tramite portale. Viceversa, nelle s.p.a. si può escludere il diritto di opzione quando l'interesse sociale lo esiga⁽¹¹⁰⁾: sarà dunque questa l'unica strada percorribile nel caso si volessero, direttamente, cercare tra il pubblico nuovi finanziamenti.

Sorgono inevitabili problemi di coordinamento tra la disciplina dell'aumento e quella in esame: in effetti, l'impresa che "lancia" il *crowdfunding* ad una platea, potenzialmente, molto vasta di soggetti, non può sapere *a priori* quanto capitale verrà eventualmente raccolto e a quanto complessivamente ammonterà il valore dell'operazione. Sembra quindi ragionevole immaginare che la delibera di aumento consenta espressamente che il capitale venga incrementato di un importo pari alle sottoscrizioni raccolte, nell'ambito di un *range* minimo e massimo di ammontare richiesto: si tratta, dunque, di un aumento scindibile, ugualmente realizzabile nelle s.p.a. come nelle s.r.l.⁽¹¹¹⁾. La delibera con cui eventualmente si opti per la scindibilità dell'aumento potrà definire le condizioni di efficacia delle singole sottoscrizioni, prevedendo un'efficacia differita ovvero anche per *tranches*, in tal caso l'aumento verrebbe suddiviso in blocchi⁽¹¹²⁾.

La delibera di aumento del capitale pare poi condizionata alla sottoscrizione del 5 % dell'offerta da un investitore "sponsor", percentuale, come già ampiamente segnalato, necessaria per il buon fine

dell'operazione.

D'altro canto, l'investitore che crede nell'iniziativa e decide di sostenerla esegue un bonifico su di un conto destinato ed indisponibile, costituito appositamente per ogni operazione: prima del recente intervento sul regolamento Consob, si parlava, invece, di conto intestato all'emittente. La modifica del testo della norma di riferimento risolve alcuni dubbi interpretativi che si erano necessariamente posti in relazione all'inquadramento, rispetto all'emittente, dei contributi del *crowd* quali versamenti in conto capitale per un aumento già deliberato ma non ancora eseguito ovvero versamenti destinati ad un generico aumento collocato nel tempo a venire o prossimo a essere deliberato.

A seconda dell'esito dell'operazione, i versamenti effettuati dagli investitori si consolideranno nel capitale della società, determinandone l'aumento reale, ovvero verranno restituiti qualora, nel termine preventivamente fissato, non sarà raccolto il capitale minimo richiesto ovvero sottoscritta l'offerta dall'investitore "istituzionale".

I versamenti provenienti dal "*crowd*" devono essere eseguiti in denaro e per intero, in modo che le azioni o quote risultino sempre interamente liberate, qualora la società voglia lanciare ulteriori offerte.

Ulteriore problema nell'inquadramento giuridico della fattispecie è legato all'individuazione del momento e del luogo in cui si perfeziona il contratto tra l'investitore e la società emittente⁽¹¹³⁾: dall'adesione all'offerta all'effettivo possesso degli strumenti finanziari, e quindi dei relativi diritti, potrebbe trascorrere del tempo e talvolta, come detto, essa potrebbe non andare a buon fine. La qualità di socio, pertanto, non si assume immediatamente con la sottoscrizione della dichiarazione di adesione e l'esecuzione del bonifico *on line* a favore del conto corrente indisponibile deputato all'operazione, ma bisognerà attendere il termine finale fissato per il *crowdfunding* e la successiva iscrizione della delibera di aumento del capitale sociale presso il registro delle imprese⁽¹¹⁴⁾.

Note conclusive

La crisi economica insieme all'inarrestabile sviluppo della tecnologia hanno rappresentato i fattori di propulsione delle manovre di politica economica da cui è scaturita la regolamentazione dei nuovi istituti a sostegno dell'innovazione.

Negli ultimi anni abbiamo così assistito all'emersione normativa, in alcuni casi, alla creazione *ex novo*, in altri, di nuove tipologie di imprenditori, *start up* e PMI innovative, di nuove forme di finanziamento, il *crowdfunding*, e con esso di nuove categorie di investitori, *retail*-cibernauti e quelli c.d. a supporto dell'innovazione, e di nuovi intermediari, i gestori autorizzati.

I dati normativi e l'incisività delle novità consentono di affermare che ci troviamo di fronte a due micro riforme destinate ad avere ricadute sull'intero sistema: la prima interessa il settore societario, in particolare il variegato mondo delle società a responsabilità limitata, indiscutibili protagoniste delle forme di impresa innovativa, la seconda, viceversa, l'ambito finanziario.

D'altro canto, si osserva una generalizzata tendenza, peraltro sempre più spiccata, verso l'informatizzazione delle procedure: si pensi alla costituzione *online* e alle nuove modalità di trasferimento delle quote di s.r.l. *start up* (ma anche PMI) innovative, nonché alla possibilità per i gestori di portali di condurre interamente *online* l'operazione di investimento (c.d. *opt-in*), subentrando nel ruolo tipicamente svolto dalle banche: la possibilità di profilare, in relazione all'appropriatezza dell'investimento, il cliente-investitore rappresenta certamente un tassello significativo della recente manovra Consob. La nuova impostazione, tuttavia, implica, da un lato, per il gestore la necessità di una specifica organizzazione nonché l'assunzione di ulteriori responsabilità, dall'altro, per il mercato un rafforzamento dei sistemi di vigilanza sui gestori che operano "in esenzione".

Si tratta di interventi che, nelle intenzioni del legislatore, dovrebbero semplificare i processi e ridurre i costi: l'obiettivo è ambizioso e condivisibile, gli strumenti apprestati sono però ancora da "collaudare", solo la sperimentazione e l'implementazione sul campo potranno testimoniarne l'efficacia o, viceversa, demolirla.

In ogni caso, resta da segnalare che, seppure la disciplina "*made in Italy*" dell'*equity based crowdfunding* rappresenti un importante traguardo ed un innegabile fattore propulsivo di crescita, ciò non consente di superare una difficoltà di matrice culturale legata alla scarsa familiarità con il web che tuttora caratterizza il nostro Paese insieme ad una ancora incerta preparazione ed esperienza in relazione alle strategie di mercato e alle tecniche di vendita multimediale: la miscela di questi fattori determina uno scarso coinvolgimento emotivo del *crowd*, che, probabilmente, solo il tempo e la sperimentazione consentiranno di implementare.

Ad ostacolare la crescita dello strumento, concorrono anche, come ha sottolineato la Commissione Europea in un recente documento⁽¹¹⁵⁾, le forti divergenze tra i vari ordinamenti e l'assenza di un'azione paneuropea per una regolamentazione comune.

Si tratta quindi per ora, nel nostro Paese, di un settore "di nicchia" come confermano alcuni dati statici pubblicati dall'Osservatorio sul *crowdfunding* del Politecnico di Milano⁽¹¹⁶⁾. Alla data del 15 giugno 2016 all'albo tenuto dalla Consob risultavano iscritti 19 gestori autorizzati e un solo gestore di diritto; le campagne di raccolta all'attivo erano 48, di cui 19 chiuse con successo, 17 chiuse senza successo e 12 ancora aperte. Il

target di raccolta medio era pari a € 316.903, corrispondente ad una quota del capitale azionario offerta pari al 22,68; il numero medio dei finanziamenti per ogni campagna era pari a 33,7. Il capitale raccolto ammontava a € 5,6 milioni. Le imprese, quasi tutte *start up* innovative, protagoniste delle campagne sono prevalentemente lombarde (16 casi), toscane (7 casi), laziali e sarde (5 casi a testa); la loro età media è di 3 anni e il fatturato medio dell'ultimo bilancio è pari a € 17.110. Il secondo trimestre del 2016, contestualmente alla revisione del regolamento Consob, ha registrato un'accelerazione nel numero di offerte e l'apertura di nuove prospettive che dovrebbero accrescere nel breve il mercato interessato. D'altro canto, anche i numeri delle *start up* innovative (oltre 6000 unità a fine luglio 2016), seppure in costante aumento, segnalano un certo dinamismo, ma sono, non di meno, rivelatori del fatto che si tratta, per il momento, di un fenomeno di portata ancora limitata.

(1) Si tratta di una tipologia di impresa innovativa dedicata alla promozione dell'offerta turistica nazionale attraverso l'uso di tecnologie e che, se fondata da "under 40" in forma di s.r.l.s., gode di ulteriori agevolazioni nell'ambito del settore tributario. Nella medesima prospettiva di promuovere l'imprenditoria giovanile *under 35*, è in discussione alla VII Commissione Cultura della Camera un progetto di legge che intende estendere la qualifica di *start up* innovativa e il relativo regime fiscale alle *start up* culturali che abbiano come oggetto sociale esclusivo la promozione del patrimonio culturale italiano, attraverso lo sviluppo, la valorizzazione, la produzione o la distribuzione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico, anche mediante l'uso di nuove tecnologie e lo sviluppo di *software* originali.

(2) La PMI innovativa non è una società temporanea e non è esonerata dal fallimento e dalla altre procedure concorsuali, a differenza delle *start up* innovative, deve però mantenere i requisiti di innovatività, viceversa perde lo *status* che le consente di accedere ad un regime agevolato. Sul tema Bollettinari, *Le novità previste dal d.l. 3/2015: l'introduzione delle "piccole e medie imprese innovative" e la modifica della disciplina della start up innovativa*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2015, 4, 43 e segg. Per un attento confronto tra *start up* e PMI innovative v. Cian, *Società start-up innovative e PMI innovative*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, 969 e segg.

(3) Solamente negli Stati Uniti era stato approvato, già nell'aprile del 2012, il *Jumpstart our Business Startups (JOBS) Act* che, allo scopo di facilitare l'accesso al mercato dei capitali da parte delle imprese emergenti, aveva introdotto specifiche esenzioni alla *Securities Act* per l'autorizzazione all'esercizio dell'attività di intermediazione in materia di *equity crowdfunding*. Solo, a fine 2015, tuttavia, la SEC ha emanato il regolamento sull'*equity crowdfunding* estendendo tale possibilità anche agli investitori *retail*. In particolare, il singolo investitore, non accreditato, non può investire più di una data percentuale del proprio reddito annuale, l'investimento deve effettuarsi per il tramite di un intermediario o portale internet di *equity crowdfunding*, già registrati presso la SEC. v. Rossi, *Crowdfunding en Europe: etude del modeles fran̄ais et italien*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2015, 15, 64 e segg. Alvisi, *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, cit., 6 e segg. D'altro canto, il tema è divenuto caldo nell'agenda regolamentare dei principali Stati europei dove si sta procedendo "a grandi passi" alla regolamentazione del *crowdfunding* che, peraltro, è già conosciuto e funzionante, attraverso le piattaforme, da molti anni. In particolare, si segnala che in Francia è stata emessa l'ordinanza n. 2014-559 (entrata in vigore il 1° ottobre 2014), che regola tutti i tipi di *crowdfunding*, dal *donation based* all'*equity based* e offre la possibilità di accedere a questo nuovo modo di finanziamento a tutte le società per azioni semplificate (SAS), ma anche alle società anonime (SA), sul tema si rinvia all'approfondito contributo di Rossi, *op. cit.*, 69 e segg.. In Germania, il parlamento tedesco ha approvato nell'aprile del 2015 regole più severe per le imprese che vendono prodotti finanziari, incluse le piattaforme di *crowdfunding*, al fine di proteggere i piccoli investitori da potenziali ingenti perdite (per gli investitori al dettaglio il limite di investimento è pari € 10.000, a condizione che dimostrino di poter sopportare il rischio di una perdita, compilando un prospetto Mifid, altrimenti l'investimento massimo per loro scende a € 1000); tutte le società che raccolgono sino a 2,5 milioni di euro, tramite *crowdfunding*, sono esenti dalla pubblicazione del prospetto informativo, sul tema v. Klöhn-Hornuf-Schilling, *The regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act. Content, Consequences, Critique, Suggestions*, in *Riv. Soc.*, 2015, 767 e segg. Quasi in concomitanza con la Germania, anche la Spagna, nell'aprile del 2015, ha promulgato la "Legge per la promozione del finanziamento d'impresa", che disciplina sia l'*equity crowdfunding* che il *lending*, al quale possono accedere per importi differenti gli investitori accreditati rispetto a quelli non accreditati che possono investire fino a €3.000 per iniziativa e, comunque, per un massimo di €10.000 all'anno. Infine, nel Regno Unito sono state emesse delle linee guida per regolamentare questo settore al fine di migliorarne la sicurezza sotto il profilo giuridico. Per uno sguardo generale sul contesto europeo prima delle recentissime regolamentazioni v. Vitali, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. Soc.*, 2014, 377 e segg.; Alvisi, *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in *www.dirittobancario.it*, 2014, 9 e segg.; De Buysere, Gajda, Kleverlaan, Marom, *A Framework for European Crowdfunding*, 2012, consultabile su www.crowdfundingframework.eu.

(4) Per la definizione di OICR e società di capitali che investono prevalentemente in *start up* innovative e in PMI innovative v. Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, 30 gennaio 2014, art. 1, 2° comma, lett. "e" per "organismi di investimento collettivo del risparmio che investono prevalentemente in *start-up* innovative" si intendono quegli organismi di investimento collettivo del risparmio di cui all'art. 1, 1° comma, lettera m), del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, che, al termine del periodo di imposta in corso al 31 dicembre dell'anno in cui è effettuato l'investimento agevolato, detengono azioni o quote di *start-up* innovative di valore almeno pari al 70 per cento del valore complessivo degli investimenti in strumenti finanziari risultanti dal rendiconto di gestione o dal bilancio chiuso nel corso dell'anzidetto periodo di imposta"; e lett. "f) per "altre

società di capitali che investono prevalentemente in *start-up* innovative" si intendono quelle società che, al termine del periodo di imposta in corso al 31 dicembre dell'anno in cui è effettuato l'investimento agevolato, detengono azioni o quote di *start-up* innovative, classificate nella categoria delle immobilizzazioni finanziarie, di valore almeno pari al 70 per cento del valore complessivo delle immobilizzazioni finanziarie iscritte nel bilancio chiuso nel corso dell'anzidetto periodo di imposta".

(5) Attraverso la normativa secondaria viene, dunque, istituito il registro a cui si possono iscrivere i gestori in possesso dei requisiti previsti dall'art. 50 *quinquies*, 3° comma, T.u.f.; il Regolamento disciplina il procedimento di autorizzazione per l'iscrizione (art. 7, reg., ove all'ultimo comma si legge che "la Consob delibera sulla domanda entro il termine di sessanta giorni lavorativi. L'autorizzazione è negata quando risulti che la società richiedente non sia in possesso dei requisiti prescritti dall'art. 50 *quinquies* del Testo Unico e dagli artt. 8 e 9 ovvero quando dalla valutazione dei contenuti della relazione prevista all'Allegato 2 non risulti garantita la capacità della società richiedente di esercitare correttamente la gestione di un portale") e prevede ulteriori requisiti di onorabilità e professionalità per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo (art. 9, reg.), nonché per coloro che detengono il controllo, ovvero partecipazioni almeno pari al venti per cento del capitale, del gestore (art. 8, reg.). A seguito del recente intervento sul Regolamento è stato introdotto l'art. 11 *bis*, reg. che, precisa che i gestori devono dare inizio allo svolgimento dell'attività entro il termine di sei mesi dalla data della relativa autorizzazione, a pena di decadenza dell'autorizzazione medesima: sul punto, nel Documento "Esiti della consultazione", 25 febbraio 2016, reperibile su www.consob.it, la Consob precisa che "si reputa che il momento in cui il gestore inizia lo svolgimento della propria attività non debba necessariamente coincidere con la pubblicazione di un'offerta, (...), ma che l'attività possa considerarsi avviata anche quando il gestore renda attiva e accessibile la propria piattaforma *on-line*, cominciando a porre in essere, anche attraverso la stessa piattaforma, le attività propedeutiche alla pubblicazione delle offerte vere e proprie".

(6) L'art. 5 reg. prevede che nel registro, per ciascun gestore iscritto, sono indicati: a) la delibera di autorizzazione e il numero d'ordine di iscrizione; b) la denominazione sociale; c) l'indirizzo del sito internet del portale e il corrispondente collegamento ipertestuale; d) la sede legale e la sede amministrativa; e) la stabile organizzazione nel territorio della Repubblica, per i soggetti comunitari; f) gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob. Nella sezione speciale del registro, per ciascun gestore annotato, sono indicati: a) la denominazione sociale; b) l'indirizzo del sito internet del portale e il corrispondente collegamento ipertestuale; c) gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob.

(7) Per la disciplina previgente v., se vuoi, Fregonara, *La start up innovativa*, Milano, 2013, 89 e segg.

(8) Così prevede l'art. 13, comma 5° *bis*, reg., da leggere unitamente all'art. 21, comma 1° *bis*, il quale dispone che, nel caso in cui il gestore intenda effettuare direttamente la verifica di appropriatezza, deve darne comunicazione alla Consob sessanta giorni prima di avviare tale attività, unitamente ad un'informazione in relazione alle procedure interne che ha predisposto. Nella vigenza del Regolamento "prima maniera", per gli investimenti c.d. "sopra-soglia" il cliente doveva necessariamente rivolgersi sempre ad un intermediario finanziario per la compilazione del questionario MiFID.

(9) La Consob precisa nel documento "Esiti della consultazione" che queste nuove previsioni regolamentari in tema di valutazione di appropriatezza degli ordini impartiti dalla clientela sono da considerarsi sostanzialmente analoghe a quelle di derivazione MiFID relative agli intermediari autorizzati, fatti salvi gli adattamenti resi necessari dalla diversa struttura dei gestori e dalla specifica attività dagli stessi posta in essere. Per favorire il processo di transizione i gestori potranno, attraverso la propria associazione di categoria, sottoporre alla Consob, per l'approvazione, apposite linee guida che favoriscano la definizione di principi e procedure efficaci rispetto agli obiettivi definiti dalla regolamentazione, così Documento "Esiti della consultazione", 25 febbraio 2016, cit., 8.

(10) V. Documento di consultazione, 3 dicembre 2015 reperibile su www.consob.it.

(11) A tal fine rilevano gli importi degli investimenti effettivamente perfezionati per il tramite del portale al quale sono trasmessi gli ordini nonché di altri portali.

(12) Nel testo previgente del regolamento tale meccanismo riguardava i soli gestori autorizzati.

(13) Così Documento di consultazione, 3 dicembre 2015, cit.

(14) L'art. 3 della Direttiva Mifid rimette agli Stati membri la possibilità di escludere l'applicazione della relativa disciplina sui servizi di investimento per i soggetti che svolgono esclusivamente l'attività di ricezione e trasmissione di ordini, non detengono titoli o fondi appartenenti ai clienti, e che nell'ambito della prestazione di tali servizi sono autorizzati a trasmettere gli ordini soltanto agli intermediari abilitati.

(15) Per i requisiti di onorabilità l'art. 8, reg. prevede che "ai fini dell'iscrizione nel registro e della permanenza nello stesso, coloro che detengono il controllo della società richiedente dichiarano sotto la propria responsabilità e con le modalità indicate nell'Allegato 1, di: a) non trovarsi in condizione di interdizione, inabilitazione ovvero di non aver subito una condanna ad una pena che comporti l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici ovvero l'incapacità ad esercitare uffici direttivi; b) non essere stati sottoposti a

misure di prevenzione disposte dall'autorità giudiziaria ai sensi del D.Lgs. 6 settembre 2011, n. 159, salvi gli effetti della riabilitazione; c) non essere stati condannati con sentenza irrevocabile, salvi gli effetti della riabilitazione: 1) a pena detentiva per uno dei reati previsti dalle norme che disciplinano l'attività bancaria, finanziaria, mobiliare, assicurativa e dalle norme in materia di mercati, di valori mobiliari e di strumenti di pagamento; 2) a pena detentiva per uno dei reati previsti nel titolo XI del libro V del codice civile e nel regio decreto 16 marzo 1942, n. 267; 3) alla reclusione per un tempo non inferiore a un anno per un delitto contro la pubblica amministrazione, contro la fede pubblica, contro il patrimonio, contro l'ordine pubblico, contro l'economia pubblica ovvero per un delitto in materia tributaria; 4) alla reclusione per un tempo non inferiore a due anni per un qualunque delitto non colposo; d) non essere stati condannati a una delle pene indicate alla lettera c) con sentenza che applica la pena su richiesta delle parti, salvo il caso di estinzione del reato; d *bis*) di non aver riportato in Stati esteri condanne penali o altri provvedimenti sanzionatori per fattispecie corrispondenti a quelle che comporterebbero, secondo la legge italiana, la perdita dei requisiti di onorabilità".

(16) Sulla nozione di "controllo" si segnalano le interessanti osservazioni di Vitali, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera*, cit., 387.

(17) Così dispone l'art. 13, 1° comma, reg.

(18) Sul tema v. Piattelli, *Il crowdfunding in Italia*, Torino, 2013, 78, secondo cui sembra difficile poter definire i termini dell'obbligo di "correttezza e completezza", di cui all'art. 13, 2° comma, in assenza di una minima attività di verifica da parte del gestore; ma anche ove il gestore decidesse di procedere in tal senso, sarà difficile stabilire *a priori* se il suo operato sia stato supportato da un'attività di analisi e verifica sufficiente.

(19) V. art. 16 e allegato n. 3, reg.

(20) L'art. 23 reg. prevede in capo alla Consob "il potere di radiazione dal registro in caso di: 1) svolgimento di attività di facilitazione della raccolta di capitale di rischio in assenza delle condizioni previste dall'art. 24 ovvero per conto di società diverse dagli offerenti; 2) contraffazione della firma dell'investitore su modulistica contrattuale o altra documentazione informatica ovvero analogica; 3) acquisizione, anche temporanea, della disponibilità di somme di denaro ovvero detenzione di strumenti finanziari di pertinenza di terzi; 4) comunicazione o trasmissione all'investitore o alla Consob di informazioni o documenti non rispondenti al vero; 5) trasmissione a banche e imprese di investimento di ordini riguardanti la sottoscrizione di strumenti finanziari non autorizzati dall'investitore; 6) mancata comunicazione a banche e imprese di investimento dell'avvenuto esercizio, da parte dell'investitore, del diritto di recesso, ai sensi dell'art. 13, 5° comma, o di revoca, ai sensi dell'art. 25; 7) reiterazione dei comportamenti che hanno dato luogo a un provvedimento di sospensione adottato ai sensi della lettera a); 8) ogni altra violazione di specifiche regole di condotta connotata da particolare gravità".

(21) I dati ufficiali delle Camere di Commercio d'Italia, aggiornati all'11 luglio 2016, confermano che le 5983 *start up* innovative iscritte sono quasi esclusivamente (circa l'80%) costituite in forma di s.r.l. e prevalentemente collocate nel nord Italia, in particolare in Lombardia.

(22) Per le imprese già costituite, con nota n. 0103425 del 30 maggio 2014, il MISE aveva precisato che la durata di applicazione della disciplina delle *start up* innovative avrebbe interessato frazioni temporali differenti a seconda del momento di costituzione (in particolare, quattro anni, e fino al 18 dicembre 2016, per le società costituite dal 20 ottobre 2010 e fino al 18 dicembre 2012).

(23) Il MISE, con parere n. 155183 del 3 settembre 2015, ha chiarito che la *start up* innovativa possa, invece, avere origine da un affitto d'azienda: "se è vero che l'art. 2556 del Codice civile, accomuna le due fattispecie (cessione ed affitto) in unica norma, in realtà opera tale confusione solo ai fini della forma e della pubblicità dei relativi contratti, (...), sotto il profilo sostanziale, l'art. 2562 del Codice civile, rimanda alla disciplina dell'usufrutto d'azienda e non a quella generale della cessione d'azienda (o suo ramo) stante la natura provvisoria del trasferimento, il differente *animus* (possesso nel caso della cessione, godimento nel caso dell'affitto), e l'obbligo di restituzione finale, oltre agli obblighi ricorrenti, (...), se ne deduce una complessiva differenza tra i due istituti".

Il MISE, con parere n. 0164069 dell'8 ottobre 2013, conferma la possibilità per l'imprenditore individuale, già titolare di un brevetto industriale innovativo, che dia vita ad una s.r.l. unipersonale, conferendo la propria azienda, di accedere al regime agevolato delle *start up* innovative: in tale ipotesi il Ministero intravede un fenomeno di "trasformazione eterogenea atipica", da ditta individuale a società.

(24) Sul punto, si è espresso di recente il MISE, con parere n. 141349 del 20 maggio 2016, confermando la possibilità di distribuire gli utili, ancorché siano maturati in pendenza dell'iscrizione della *startup* nella apposita sezione speciale, nell'esercizio successivo alla loro maturazione, nel caso in cui la società si sia cancellata nel frattempo dalla sezione speciale.

(25) Il MISE, tuttavia, con parere n. 141363 del 20 maggio 2016, precisa che i due macro-elementi "innovazione" e "alto valore tecnologico" rappresentano un binomio indissolubile, che il legislatore considera *condicio sine qua non* (nella sua integrità ed inalterabilità) per la definizione della fattispecie e quindi l'iscrizione nella sezione speciale.

(26) In questo senso v. Circolare ASSONIME, 6 maggio 2013, in *Riv. Soc.*, 2013, 779. Sul tema Salvatore, *Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2014, 19, 27.

Il MISE, con parere n. 169135 del 29 settembre 2014, ha escluso che possa considerarsi *start up* innovativa una società la cui attività consista nella sola "sperimentazione" di servizi o beni innovativi, in quanto non sarebbe in tal modo rispettata la definizione codicistica di imprenditore (art. 2082 c.c.): in quest'ottica, le attività di sviluppo, produzione e commercializzazione di prodotti e servizi innovativi devono coesistere nell'oggetto sociale.

(27) In questo senso, Cian, *Le società start-up innovative. Problemi definitivi e tipologici*, in *AIDA*, 2013, 416.

(28) Sul tema v. MISE, parere n. 222631 del 3 novembre 2015, secondo cui non vi sono limiti alla mutazione dei requisiti di innovatività durante l'iscrizione nella sezione speciale del registro, purché risulti verificata continuativamente l'esistenza di almeno uno dei tre: "ne consegue che per ragioni di economia amministrativa e soprattutto di tutela della società iscritta in sezione speciale, la mutazione può avvenire senza necessità di fuoriuscita e rientro nella sezione speciale".

(29) Così circolare Agenzia Entrate, n. 16/E/2014, alla luce della quale, invece, vi rientrano le spese relative allo sviluppo precompetitivo e competitivo, quali sperimentazione, prototipazione e *business plan*, nonché le spese relative ai servizi di incubazione, i costi lordi di personale interno e consulenti esterni impiegati nelle attività di ricerca e sviluppo, le spese legali per la registrazione e protezione di proprietà intellettuale, termini e licenze d'uso.

(30) In questo senso, Circolare ASSONIME, 6 maggio 2013, cit. Interpretazione confermata dalla Circolare Agenzia delle Entrate, n. 87/E del 14 ottobre 2014, secondo cui l'amministratore può essere computato nel calcolo percentuale della forza lavorativa a qualunque titolo impiegata, purché la retribuzione sia collegata ad una specifica qualifica professionale di "impiegato" e non al ruolo rivestito.

(31) Così MISE parere n. 218430 del 29 ottobre 2015.

(32) Così MISE parere n. 218415 del 29 ottobre 2015.

(33) Così MISE parere n. 155486 del 4 settembre 2015.

(34) Sul tema v. Cagnasso, *Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (dalla "nuova" alla "nuovissima" s.r.l.)*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2014, 5, 7.

(35) Sul tema v. Montagnani, *Disciplina della riduzione del capitale: impresa o legislatore in crisi?*, in *Giur. Comm.*, 2013, I, 759.

(36) Così Cagnasso, *Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi*, cit., 16.

(37) In particolare, l'imprenditore non perde la capacità e, una volta decorsi dodici mesi dall'iscrizione nel registro delle imprese del decreto di aperture della procedura liquidatoria, i dati relativi ai soci non sono più accessibili al pubblico, ma esclusivamente all'autorità giudiziaria e alle autorità di vigilanza.

(38) Un primo gruppo di deroghe è stato introdotto sin da subito con il D.Lgs. n. 179/2012, un ulteriore intervento agevolativo, viceversa, risale al D.L. n. 3/2015.

(39) Come noto, nelle s.r.l. il codice condiziona la deroga al principio di proporzionalità alla creazione di particolari diritti riguardanti l'amministrazione o la distribuzione degli utili, riferiti a singoli soci e, quindi, collegati alla loro persona.

(40) Così Maltoni-Spada, *L'impresa Start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, 2013, su www.cavererespondere.it.

(41) Sul tema v. Cian, *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2014, 1185. Sul punto v. la massima n. 41 dell'Osservatorio Fiorentino in materia di diritto societario, secondo cui è possibile prevedere l'emissione di categorie di quote per le quali è limitato, o finanche escluso, il diritto di avere notizie dall'organo amministrativo sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare anche tramite professionisti di fiducia i libri sociali e i documenti relativi all'amministrazione.

(42) V., *infra*, par. 4.3.

(43) In questo senso v. Salvatore, *op. cit.*, 21. In relazione all'ammissibilità del voto plurimo si veda la massima n. 138 del Consiglio notarile di Milano: "l'atto costitutivo delle s.r.l. può derogare, per tutte o alcune delle decisioni di competenza dei soci, al principio di proporzionalità del diritto di voto sancito dall'art. 2479, 5° comma, c.c. Ciò può avvenire: (i) con clausole applicabili in via generale e astratta a tutti i soci (ad esempio: tetto massimo di voto, voto scalare, voto scaglionato, voto capitaro, etc.), nonché (ii) con clausole che attribuiscono a taluni soci particolari diritti che comportano una "maggiorazione" del diritto di voto (ad esempio: voto plurimo, *casting vote*, voto determinante, etc.) o che lo limitano (ad esempio: voto limitato, voto condizionato, etc.); non trovando in ogni caso applicazione il limite e il divieto di cui all'art. 2351, 2° comma, ultimo periodo, e 4° comma, c.c. Le clausole sub (i), applicabili in via generale e astratta a tutti i soci,

costituiscono normali clausole "statutarie", la cui introduzione, modificazione e soppressione può essere decisa, salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, con la maggioranza richiesta dall'art. 2479 *bis*, 3° comma, c.c. Le clausole sub (ii), invece, danno luogo a diritti particolari ai sensi dell'art. 2468, 3° comma, c.c., e possono essere introdotte, modificate e soppresse, salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, solo con il consenso unanime di tutti i soci".

(44) In questo senso anche Benazzo, *La s.r.l. start-up innovativa*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2014, 118.

(45) V. MISE, *Modello commentato di piano di incentivazione in equity*, 10 marzo 2015, in www.sviluppoeconomico.gov.it.

(46) V., *infra*, par. 5.

(47) Si tratta di soggetti abilitati alla resa di uno o più dei servizi di investimento previsti dall'art. 1, 5° comma, lett. a), b) ed e), Tuf. Il regime alternativo di trasferimento delle quote deve essere chiaramente indicato nel portale.

(48) La scritturazione e il trasferimento non comportano costi o oneri né per l'acquirente né per l'alienante e la successiva certificazione effettuata dall'intermediario, ai fini dell'esercizio dei diritti sociali, sostituisce ed esaurisce le formalità di cui all'art. 2470, 2° comma, c.c. Sul punto, v. le efficaci riflessioni critiche di De Luca, *Crowdfunding e quote "dematerializzate" di s.r.l.? prime considerazioni*, in *Le nuove leggi civile commentate*, 2016, 7, secondo cui "appare evidente che il legislatore abbia inteso affermare che i medesimi effetti che si avrebbero con il trasferimento effettuato per atto pubblico o atto telematico con firma digitale successivamente iscritto nel registro delle imprese si realizzano anche per effetto dell'annotazione del trasferimento sui conti tenuti dall'intermediario. Tale evidente intenzione non corrisponde, tuttavia, a ciò che il legislatore ha materialmente scritto con la novella".

(49) L'intestazione ha luogo mediante comunicazione dell'elenco dei titolari delle partecipazioni al registro delle imprese ed è soggetta ad un diritto di segreteria unico a carico dell'intermediario.

(50) *Id, op. ult. cit.*, 3 e segg., secondo cui "sebbene la novella sembri introdurre una ipotesi di "dematerializzazione" di quote di s.r.l., il sistema alternativo non può essere assimilato alla gestione accentrata di strumenti finanziari dematerializzati ai sensi degli artt. 83 e seg. t.u.f.(...), il sistema alternativo di rappresentazione delle quote appare (*invero*) assimilabile al sistema statunitense di gestione delle azioni depositate in custodia ed amministrazione presso intermediari"; prosegue l'a. affermando che il nuovo sistema realizza "una ipotesi di intestazione fiduciaria c.d. trasparente".

(51) Sul tema v. ASSONIME, *Le imprese innovative*, Circolare n. 6 del 22 febbraio 2016, reperibile su www.assonime.it.

(52) Si veda, a tal proposito, la proposta di direttiva 2014/0120 (COD) del 9 aprile 2014 che prevede un modello uniforme di atto costitutivo e una forma di registrazione elettronica per le s.r.l. con unico socio.

(53) Il cammino avviato nel 2015, proseguito poi ad inizio 2016, è stato concluso di recente con la pubblicazione del Decreto Direttoriale del MISE del 1° luglio 2016, efficace dal 20 luglio 2016, che approva le specifiche tecniche per la redazione del modello standard di atto costitutivo e statuto di *start up* innovativa s.r.l., avvalendosi della piattaforma startup.registroimprese.it. In pari data, il MISE ha diffuso una circolare, n. 3691/C, recante le disposizioni applicative del Decreto ministeriale del 17 febbraio 2016 e del Decreto Direttoriale, 1° luglio 2016. Entrambi i documenti sono reperibili su www.sviluppoeconomico.gov.it.

(54) V. D.Lgs. 7 marzo 2005, n. 82, c.d. CAD.

(55) Così, ASSONIME, *Le imprese innovative*, cit., 27.

(56) Si osserva che l'art. 6 dello statuto in questione, in tema di aumento del capitale, al 2° comma, dispone che "il diritto di sottoscrivere le quote di nuova emissione deve essere esercitato dai soci entro 10 giorni dal ricevimento della comunicazione inviata dalla società", in deroga a quanto dispone il 2° comma dell'art. 2481 *bis* c.c., che prevede che i termini entro i quali può essere esercitato il diritto di sottoscrizione non possono essere inferiore a trenta giorni dal momento in cui viene comunicata ai soci la possibilità di procedere all'aumento.

(57) Tra le molte altre informazioni tecniche che dovrebbe possedere lo *startupper* vi è anche quella, peculiare alla fattispecie in esame, per cui dovrebbe essere a conoscenza dell'obbligo di inserire nello statuto, qualora intenda accedere al *crowdfunding*, una clausola di recesso convenzionale ovvero una clausola di co-vendita a favore del socio investitore per il caso in cui il gruppo di controllo dell'emittente decida di trasferire il proprio pacchetto a terzi (entrambe presenti come "opzionali" nel testo predefinito dal Ministero).

(58) Maltoni-Spada, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. Notar.*, 2013, 582, secondo i quali rispetto alla veridicità delle dichiarazioni relative all'oggetto sociale il notaio non pare tenuto ad un controllo specifico, se non nei limiti del buon senso comune.

(59) L'autocertificazione viaggia in formato elettronico e a tal fine le Camere di commercio, con il coordinamento del Ministero dello sviluppo economico, hanno redatto e pubblicato sul sito www.sviluppoeconomico.gov.it i relativi moduli di domanda.

(60) In questo senso, MISE, parere n. 80747 del 31 maggio 2015.

(61) Eventuali controlli potranno essere svolti successivamente, in particolare l'art. 31, 5° comma, D.L. n. 179/2012 attribuisce al Ministero dello sviluppo economico la vigilanza sul corretto utilizzo delle agevolazioni e sul rispetto della disciplina in materia di *start up* innovative: sul punto v. MISE, parere n. 82454 del 3 giugno 2015, secondo cui "nell'ambito di detta vigilanza, ove il Ministero riscontri "gravi irregolarità nelle informazioni contenute nel modulo di autocertificazione" è ben legittimato ad ordinare la cancellazione dalla sezione del soggetto. Ne consegue che la posizione dell'ufficio del registro delle imprese ricevente è di mero *paté*, una sostanziale soggezione, all'ordine ministeriale".

(62) Laddove, viceversa, le firme dell'atto, stipulato secondo le modalità di cui al decreto ministeriale, vengano autenticate da un notaio, quest'ultimo è tenuto a svolgere tutte le verifiche di cui all'art. 2, 2° comma, D.M. 17 febbraio 2016.

(63) Campobasso, *Diritto commerciale. 1. Diritto dell'impresa*, a cura di M. Campobasso, VII ed, Torino, 2013, 118.

(64) Così artt. 3 e 4 decr. MISE, 17 febbraio 2016. Il decreto scandisce anche le tempistiche per la sottoscrizione ed iscrizione dell'atto costitutivo e dello statuto: in particolare, il procedimento di sottoscrizione deve completarsi entro dieci giorni dal momento dell'apposizione della prima firma digitale e il documento informatico è presentato per l'iscrizione al registro delle imprese entro venti giorni dall'ultima sottoscrizione (qualora le firme siano autenticate da un notaio, il termine è ridotto alla metà).

(65) Sul tema v. Cagnasso, *La s.r.l.: un tipo societario "senza qualità"?*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2013, 5, 7.

(66) Il delicato tema della classificazione delle PMI innovative, è trattato da Cian, *Società start-up innovative e PMI innovative*, cit., 977.

(67) Così Montalenti-Cagnasso, *Corporate governance, modelli societari, autonomia statutaria: profili introduttivi*, in AA.VV., *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Maurizio Irrera, Torino, 2016, in corso di pubblicazione. Sul punto v. anche Cian, *Società start-up innovative e PMI innovative*, cit., 981, secondo cui, con riguardo alle s.r.l., si registra una "tendenza all'ibridazione dei tipi", intendendosi per tale, in senso stretto, la contaminazione di un modello organizzativo con elementi propri di altri e tali da intaccare le basi caratterizzanti del primo, viceversa, in un'accezione più ampia, "comprendendovi l'introduzione di nuovi modelli tipologici che attingano a più di un tipo tradizionale o che siano creati per derivazione da uno di essi, ma con l'innesto di elementi normativi caratterizzanti uno o più altri".

(68) Così Montalenti-Cagnasso, *op. cit.*

(69) Così Cagnasso, *Note in tema di s.r.l. start up innovative: un nuovo tipo societario a durata limitata?*, in *Impresa e società*, tomo I, Studi dedicati a Mario Libertini, Milano, 2015, 81. Nello stesso senso cfr. Dolmetta, *Sul "tipo" S.r.l.*, in *s.r.l. commentario*, dedicato a Giuseppe B. Portale, Milano, 2011, 23, l'a. icasticamente osserva che lo spazio ricopribile da una s.r.l. è "una vera e propria prateria" che viene a caricare di un'importanza del tutto particolare il lavoro degli interpreti tra un polo altamente personalistico e uno invece a ricalco della struttura del capitalismo azionario: "la normativa sembra aprirsi - indistinta - verso entrambi i versanti"; parla di "modello capitalistico attenuato" e "versioni atipiche" della s.r.l. Zanarone, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 64 e 110; Stella Richter Jr, *Di alcune implicazioni sistematiche della introduzione di una nuova disciplina per le società a responsabilità limitata*, in *Giust. Civ.*, 2004, 14, secondo cui si tratta di un "modello disponibile" ovvero "aperto".

(70) Così Cagnasso, *Note in tema di s.r.l. start up innovative: un nuovo tipo societario a durata limitata?*, cit., 80, secondo cui la stessa qualificazione era attribuibile alle s.r.l. a capitale ridotto d'ora in poi, tuttavia, non più costituibili.

(71) Diverse ancora sono le società di diritto speciale, sul tema v. Ibba, *Gli statuti singolari*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 8, Torino, 1992, 526, secondo cui "l'espressione "società di diritto speciale" designa propriamente enti oggetto di previsioni legislative che si rivolgono a intere classi di società: gli "statuti speciali", almeno in campo societario, sono statuti "di categoria", poi precisa a 528 "la specialità di una data forma societaria ne denota le difformità rispetto al modello (e rispetto alla disciplina che a quel modello è comunemente ricollegata)".

(72) Questa possibilità è offerta sia alla società di nuova costituzione sia a quelle già costituite seppure da un breve periodo di tempo secondo quanto prevede l'art. 25, 3° comma, D.L. n. 179/12. In questi residui casi, dunque, la decisione di iscriversi nella sezione speciale, sul presupposto che la società abbia i requisiti necessari, sembrerebbe una scelta di carattere gestorio, di competenza dell'organo amministrativo. In questo senso, cfr. Cagnasso, *Note in tema di s.r.l. start up innovative: un nuovo tipo societario a durata limitata?*,

cit., 88, secondo cui non si tratta di una modifica dell'atto costitutivo, ma pur sempre di una scelta con rilevanti conseguenze, anche se tendenzialmente tutte favorevoli per la società.

(73) Così Cagnasso, *Note in tema di s.r.l. start up innovative: un nuovo tipo societario a durata limitata?*, cit., 84.

(74) Sul tema v. Cagnasso, *La società a responsabilità limitata*, Padova, 2007, 252; Zanarone, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 1118; Montagnani, *Informazione e controlli nelle nuove società a responsabilità limitata*, Padova, 2008; Abriani, *Controllo individuale del socio e autonomia contrattuale nella società a responsabilità limitata*, in *Giur. Comm.*, 2005, I, 155 e segg.; Ambrosini, *Diritto di controllo del socio di s.r.l. alla luce della riforma societaria e tutela innominata*, in *Società*, 2005, 1544; Bartalini, *La responsabilità dei soci e degli amministratori*, in *Le nuove s.r.l.*, diretta da M. Sarale, Bologna, 2008, 653; Fregonara, *I nuovi poteri di controllo del socio di società a responsabilità limitata*, in *Giur. Comm.*, 2005, I, 788.

(75) V., *supra*, nt. 44.

(76) Così Cagnasso, *Note in tema di s.r.l. start up innovative: un nuovo tipo societario a durata limitata?*, cit., 87.

(77) In questo senso, v. anche circolare ASSONIME n. 11 del 6 maggio 2013, cit., precisa che il riferimento espresso di cui all'art. 29, 1° comma, D.L. n. 179/12, alla "somma investita" sembrerebbe escludere dall'ambito applicativo delle start up innovative i conferimenti in natura.

(78) Così Abriani, *op. cit.*, 246.

(79) Così Zanarone, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 53 e 54.

(80) Id, *op. cit.*, 110, l'a. parla di "figure atipiche" riferendosi alle società che vengono a "dar vita statutariamente a modelli di S.r.l. diversi da quello che ha ispirato la disciplina legale".

(81) Viceversa, le PMI innovative, potenzialmente, godono di questa possibilità senza limiti di tempo.

(82) Dolmetta, *op. cit.*, 16.

(83) Pone efficacemente la questione Cagnasso, *Note in tema di s.r.l. start up innovative: un nuovo tipo societario a durata limitata?*, cit., 88, secondo cui il dubbio si fonda sul fatto che attraverso l'emissione di categorie di quote che possono essere offerte al pubblico, la società si converte da chiusa ad aperta. Sul punto, cfr. Dolmetta, *op. cit.*, 25, secondo cui "non parrebbe per nulla da escludere l'eventualità che una modifica statutaria - che in concreto trasporti la struttura da uno all'altro modello tipologico - venga a comportare l'applicazione del diritto di recesso per cambiamento del tipo".

(84) Cagnasso, *Note in tema di s.r.l. start up innovative: un nuovo tipo societario a durata limitata?*, cit., 89; Zanarone, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 805, secondo cui è possibile estendere alle s.r.l. alcune cause di recesso previste per la s.p.a., pur nel silenzio della disciplina propria di tale tipo.

(85) Così Dolmetta, *op. cit.*, 17. Nello stesso senso v. Zanarone, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 5, l'a. fa notare come la riforma del 2003 avendo espunto dalle cause di nullità post-iscrizione la "mancanza dell'atto costitutivo", ha chiuso ogni spiraglio per l'eventualità di una riqualificazione di ordine sostanziale e conferma l'applicabilità del regime ufficiale delle s.r.l. anche alle figure atipiche per le esigenze di certezza sottese alla materia societaria.

(86) Sul tema delle P.M.I. innovative si rinvia a Bollettinari, *op. cit.*, 43 e segg.

(87) In questo senso, ASSONIME, *Le imprese innovative*, cit., 18.

(88) Il MISE, con decreto 22 giugno 2015, ha adottato le nuove specifiche tecniche per la realizzazione dei programmi necessari alle iscrizioni e ai depositi presso il registro delle imprese; in particolare, ha introdotto una specifica procedura per gestire il passaggio senza interruzione da *start up* a PMI innovativa, attraverso uno specifico codice l'impresa esercita simultaneamente la richiesta di cancellazione dalla sezione speciale delle *start up* e richiede l'iscrizione nella sezione PMI: attraverso questo meccanismo è possibile per l'impresa mantenere senza soluzione di continuità i benefici previsti per entrambe le predette figure di imprese innovative. V. anche MISE, parere n. 79330 del 21 marzo 2016, ove si afferma che la cancellazione della *start up* innovativa dalla sezione speciale, non incide sulla iscrizione nella sezione ordinaria, e ove la società ne abbia interesse, può procedere, in presenza dei requisiti di legge, all'iscrizione nella sezione speciale delle PMI innovative.

(89) Sul tema v. Guida MISE, *Agevolazioni MISE per le imprese*, 35 e segg., reperibile su www.sviluppoeconomico.gov.it.

(90) v. Circolare Medio Credito Centrale n. 652, 26 luglio 2013, ove si trovano anche alcune importanti precisazioni di carattere operativo.

(91) V. Circolare Agenzia delle entrate 16/E, 11 giugno 2014.

(92) V. il decreto attuativo dell'art. 29 D.L. n. 179/2012, D.M., 30 gennaio 2014 e il decreto interministeriale, 26 febbraio 2016, che estende questi incentivi fino a tutto il 2016 e prevede maggiori benefici fiscali, detrazione IRPEF 25%, deduzione dall'imponibile IRES al 27%, se l'investimento riguarda le *start up* a vocazione sociale e quelle che sviluppano e commercializzano prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico in ambito energetico.

(93) Così Ministero dello Sviluppo Economico, Scheda di sintesi della *policy* a sostegno delle *startup* innovative, 27 marzo 2015, reperibile su www.sviluppoeconomico.gov.it.

(94) Con questa finalità è stata inaugurata di recente (maggio 2016) una piattaforma di raccolta di finanziamenti da privati, *Mamacrowd*, tramite cui si può investire in un pacchetto selezionato di imprese innovative con un'evidente riduzione dei rischi per gli investitori.

(95) A titolo esemplificativo si può ipotizzare che gli investitori abbiano interesse a raccogliere informazioni sulle offerenti, e, in particolare, sui bilanci, sul settore di operatività, sui soci e sulle eventuali loro storie di successo, sui capitali già investiti da altri, sulle opportunità di *exit*.

(96) Così De Luca, *op. cit.*, 2.

(97) La creazione di società-veicolo comporta l'ulteriore, non secondario, vantaggio di consentire l'aggregazione degli interessi della pluralità di investitori in *crowdfunding* riducendo le difficoltà di gestione di una pluralità di investitori nelle imprese innovative e consentirebbe, altresì, una loro rappresentazione unitaria negli organi societari.

(98) Sul tema dei contratti telematici, v. Cagnasso e Cottino, *Contratti commerciali*, in Cottino (diretto da), *Tratt. Dir. Comm.*, IX, Padova, 2009, 68; Azzarri, *La conclusione dei contratti telematici nel diritto privato europeo*, in *Contratti*, 2010, 301 e segg.; Bacciardi, *Contratti telematici e diritto di recesso*, in *Contratti*, 2010, 381 e segg. D'altro canto, il rapporto 2013 della Banca Mondiale ha sottolineato che il mondo di internet rende estremamente difficile coltivare una frode, in considerazione dell'elevata attenzione e della enorme visibilità date dal web: in questo senso, la *crowdeconomy*, determinerebbe forme spontanee di *due diligence* estremamente efficaci.

(99) Cfr. Sangiovanni, *Il diritto di recesso nella commercializzazione a distanza di servizi finanziari*, in *Contratti*, 2009, 411 e segg.; Torelli, *Contratti a distanza e tutela consumatori. La nuova disciplina nella commercializzazione dei servizi finanziari*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2006, 644 e segg.; Delfini, *Commercio elettronico e servizi di investimento*, in *Contratti*, 2000, 716 e segg. Quanto alla normativa vengono in rilievo dapprima la Direttiva sul commercio elettronico (Direttiva 2000/31/CE), recepita con il D.Lgs. 9 aprile 2003, n. 70, con un ambito di applicazione piuttosto esteso e successivamente il D.Lgs. 19 agosto 2005, n. 190, che è specificatamente intervenuto anche sulla disciplina dei contratti aventi ad oggetto servizi finanziari, transitato nel codice del consumo, D.Lgs. n. 206/05.

(100) V. art. 25, reg.

(101) Sul punto v. Vitali, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera*, cit., 396, ove l'a. si domanda come si possa dar seguito a tale forma di recesso a fronte della richiesta dell'investitore considerato il fatto che il rapporto contrattuale si forma tra quest'ultimo e l'emittente e trova una soluzione ritenendo che l'obbligo di cui il gestore risulta destinatario venga assunto ai sensi dell'art. 1381 c.c. e "sia correttamente assolto qualora il gestore faccia in modo che, da una parte, il proprio portale possa 'veicolare' l'esercizio del recesso dell'investitore all'emittente e, dall'altra parte, quest'ultimo vi dia seguito svincolando le somme depositate quale provvista per la sottoscrizione sul conto corrente".

(102) Sul punto v. Capelli, *L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*, relazione presentata al V Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di diritto commerciale "Orizzonti del diritto commerciale", dal titolo "*L'impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia dei valori della crisi*", Roma 21-22 febbraio 2014, in www.orizzontideldirittocommerciale.it, 14 e seg., ove l'a. svolge un'accurata riflessione sul tema ed in particolare sui criteri adottabili per la valutazione delle partecipazioni in caso di disinvestimento del *crowdfunder*, considerata l'oggettiva difficoltà di individuare un valore di mercato delle stesse.

(103) In questo senso, v. Vitali, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera*, cit., 395.

(104) Così si legge nella guida "*Equity crowdfunding: cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una start up innovativa tramite portali on line*", reperibile su www.consob.it, con questo documento la Consob si propone di innalzare le "difese immunitarie" dei piccoli risparmiatori che intendono avvalersi di questo nuovo strumento per la raccolta di fondi, reperibile su www.consob.it. Sul tema v. Piattelli, *Il crowdfunding in Italia*, cit., 100, che sottolinea la funzione del gestore di selezione dei progetti di investimento da pubblicizzare, ovvero compie una prima scelta destinata a riverberare i propri effetti sugli investitori: in tal guisa, il *rating* di gradimento del portale sarà dato dalla percentuale di progetti completati con successo rispetto al numero complessivo dei presentati.

(105) Gli investitori professionali che qui rilevano sono quelli definiti dall'art. 1, lett. j) "investitori professionali": i clienti professionali privati di diritto, individuati nell'Allegato n. 3, al punto I, del Regolamento

Consob in materia di intermediari, adottato con delibera 29 ottobre 2007, n. 16190 e successive modifiche, nonché i clienti professionali pubblici di diritto di cui all'art. 2, D.M. 11 novembre 2011 n. 236 emanato dal Ministero dell'economia e delle finanze.

(106) Alla luce della disciplina MiFID (Allegato 3, punto II, Regolamento Intermediari) per investitori professionali privati su richiesta si intendono i clienti che soddisfano almeno due dei seguenti requisiti: a) aver effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti; b) avere un portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, superiore a 500.000 EUR; c) lavorare o aver lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti. In caso di persone giuridiche, la valutazione di cui sopra è condotta con riguardo alla persona autorizzata ad effettuare operazioni per loro conto e/o alla persona giuridica medesima. Ai sensi dell'art. 3, D.M. 11 novembre 2011, n. 236, per clienti professionali pubblici su richiesta si intendono le Regioni, le Province autonome di Trento e Bolzano, i soggetti di cui all'art. 2, D.Lgs. 18 agosto 2000, n. 267, nonché gli enti pubblici nazionali e regionali, a condizione che i richiedenti soddisfino determinati requisiti.

(107) Sul punto cfr. Piattelli, *Il crowdfunding in Italia*, cit., 88, che afferma: "non si comprende perché investitori professionali e fondazioni bancarie dovrebbero essere interessati ad investire in siffatte entità che, per le dimensioni delle relative offerte, sono nella migliore delle ipotesi, oggetto dell'attenzione di fondi di *Venture Capital* o di *Business Angels*": in ogni caso, l'attuale previsione implica il fallimento dell'offerta se non si trova l'investitore professionale disposto a sottoscrivere il 5% "con buona pace dello spirito sul quale si basa il modello di raccolta di fondi attuato attraverso il *crowdfunding*": in quest'ottica l'Autore ridefinisce, in modo provocatorio, il fenomeno con l'allusivo "*crowdbanking*".

(108) Si collocano in posizione critica rispetto alla previsione la maggior parte degli autori cfr. Nunziante, *Il crowdfunding*, in *www.dirittobancario.it*, 2014, 5 e 8; Vitali, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera*, cit., 399.

(109) Sul tema dell'aumento del capitale sociale, per le s.p.a., v. Cagnasso, *Le modifiche statutarie e il diritto di recesso*, in Cottino (diretto da), *Tratt. Dir. Comm.*, IV, Padova, 2010, 970 e segg.; per le s.r.l., v. Cerrato, *Aumenti di capitale e diritti del socio di s.r.l.*, in Sarale (diretto da), *Le nuove s.r.l.*, Bologna, 2008, 761 e segg.

(110) Sul tema v. Cagnasso, *Le modifiche statutarie*, cit., 973.

(111) La prassi operativa dimostra che le offerte decadono se non viene raggiunto il capitale richiesto, quantomeno quello minimo.

(112) Sul punto v. Notari, *Il diritto di opzione e la sua esclusione*, in Dolmetta e Presti (a cura di), *S.r.l. - Commentario*, Milano, 2011, 932.

(113) Analoghi problemi sono sorti nell'ambito della disciplina dei contratti di consumo via internet, v. De Nova, *Un contratto di consumo via Internet*, in *Contratti*, 1999, 113 e segg., secondo cui partendo dal principio generale in base al quale al contratto risulta concluso nel luogo e al momento in cui il proponente ha notizia dell'accettazione della proposta, e considerato che la legge reputa inviato e pervenuto al destinatario un documento informatico trasmesso per via telematica all'indirizzo elettronico di quello, ma poiché il sito non ha una collocazione spaziale, il luogo di conclusione del contratto sarà quello indicato dal proponente.

(114) Oppo, *Disumanizzazione del contratto?*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1998, I, 531, secondo cui la digitazione del numero della propria carta di credito varrebbe quale semplice autorizzazione a riscuotere e non quale pagamento del prezzo.

(115) *Working Document* del 3 maggio 2016.

(116) Reperibile su *www.osservatoriocrowdinvesting.it*.

Copyright 2014 Wolters Kluwer Italia Srl - Tutti i diritti riservati

UTET Giuridica® è un marchio registrato e concesso in licenza da De Agostini Editore S.p.A. a Wolters Kluwer Italia S.r.l.