

***Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa,
mercati finanziari: un mondo nuovo?***

P. MONTALENTI

SOMMARIO: 1. Piccola e media impresa, s.r.l., mercati finanziari, in Italia: l'evoluzione storica. ó 2. La s.r.l. nella riforma del 2003. ó 3. La s.r.l.: ulteriori sviluppi. ó 4. *Start-up* innovative e modelli affini. ó 5. *Start-up* innovative e deroghe al diritto societario. ó 6. Le piccole e medie imprese PMI innovative. ó 7. Il finanziamento delle piccole e medie imprese. ó 8. Quale futuro?

1. Piccola e media impresa, s.r.l., mercati finanziari, in Italia: l'evoluzione storica.

Nell'ordinamento italiano la piccola e media impresa è stata oggetto di un singolare destino.

Da sempre riconosciuta dagli economisti come architrave del sistema economico, con i pregi, in particolare, dell'impresa familiare, in termini di stabilità ma con il difetto della scarsa apertura al mercato finanziario e, quindi, alla crescita, non ha visto, per lungo tempo, risposte coerenti del legislatore.

Nella disciplina dell'impresa è stata infatti contemplata essenzialmente, per lungo tempo, come impresa *piccolissima* ai fini dell'esclusione delle procedure concorsuali (cfr. art. 2083 c.c. e art. 1, l. fall.) o come piccola impresa familiare (art. 230 *bis* c.c.).

Nella disciplina societaria la s.r.l. è stata *ó* sino alla riforma del 2003 *ó* la piccola società per azioni, un modello, dunque, limitato dalla rigidità dello schema azionario, tipico della grande impresa.

La riforma del 2003 ha fortemente *(i)* flessibilizzato il modello della s.r.l. e *(ii)* tentato di incentivare il ricorso al mercato con *(a)* la previsione, per la s.r.l., della facoltà di emettere dei *titoli di debito* e con la *(b)* previsione della s.p.a. con titoli diffusi, area di potenziale *ó*allenamento*ó* alla quotazione.

Strumenti finanziari *ó* quest'ultimi *ó* rivelatisi di scarso successo.

Per contro, la *ó*detipizzazione*ó* della s.r.l. ha prodotto mutamenti significativi.

2. La s.r.l. nella riforma del 2003.

Infatti, se la s.p.a. con la riforma del diritto societario ha visto un più ampio spazio riconosciuto all'autonomia privata¹, la s.r.l. ha subito una vera e

¹ Cfr. P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai ótipiö ai ómodelliö*, in *Giur. comm.*, 2016, I, p. 420 ss.

propria autonomia privata può modellarla da piccola s.p.a. a società di persone a responsabilità limitata.

Il modello introdotto con il Codice del 1942, di là dalle modalità di convocazione dell'assemblea e dal divieto di rappresentare la partecipazione con azioni, era invece del tutto appiattito sul tipo della società per azioni, addirittura con ampio ricorso al rinvio alle norme dell'azionaria.

La personalizzazione e flessibilizzazione della nuova s.r.l., come rinnovata con la riforma del diritto societario, rappresentano un tratto sistematico indiscutibile.

Si pensi alla distribuibilità di competenze tra soci e amministratori (cfr. art. 2475 e art. 2479¹); alla espressa legittimazione del regime di amministrazione disgiuntiva (art. 2475, comma 3); alla previsione del metodo della consultazione scritta (art. 2475, comma 4 e art. 2479 comma 3); alla pervasiva estensione del diritto di informazione (art. 2476, comma 2); alla liberalizzazione della disciplina del recesso (art. 2473); alla previsione dell'istituto dell'esclusione del socio (art. 2473-bis).

3. *La s.r.l.: ulteriori sviluppi.*

Se la flessibilizzazione dei modelli può essere una scelta condivisa, i successivi interventi legislativi in materia di s.r.l. non possono invece non suscitare perplessità.

Ometto, per brevità, la travagliata evoluzione legislativa.

Come è noto oggi i modelli codicistici di s.r.l. sono due:

(1) *la s.r.l. ordinaria* che può costituirsi con capitale inferiore a Euro 10.000,00, con regole, per così dire, alternative di protezione del capitale²;

(2) *la s.r.l. semplificata*, anch'essa con capitale simbolico, soci senza limiti anagrafici, amministratori anche estranei, statuto standard obbligatorio (cfr. art. 2463-bis, cod. civ.).

Il sistema non è esente da critiche: non si comprende ad esempio per quale ragione il regime semplificato negli spazi all'autonomia privata su materie tipicamente oggetto del libero apprezzamento dei soci.

Non è infatti agevole comprendere per quale ragione «le clausole del modello standard tipizzato sono inderogabili» (così art. 2463-bis, comma 3, cod. civ.).

Per quale ragione nella s.r.l. semplificata l'amministrazione non può essere limitata ai soci? Per quale ragione è vietata la previsione del regime di amministrazione disgiuntiva? Per quale ragione non possono essere attribuite

² In tal caso «la somma da dedurre dagli utili netti risultanti dal bilancio regolarmente approvato, per formare la riserva prevista dall'articolo 2430, deve essere almeno pari a un quinto degli stessi, fino a che la riserva non abbia raggiunto, unitamente al capitale, l'ammontare di diecimila euro. La riserva così formata può essere utilizzata solo per imputazione a capitale e per copertura di eventuali perdite. Essa deve essere reintegrata a norma del presente comma se viene diminuita per qualsiasi ragione» (Così art. 2463, comma 5, cod. civ.).

competenze gestorie ai soci? Per quale ragione non è possibile prevedere il metodo decisionale attraverso consultazione scritta?

Se la *ratio* è giustificare l'assenza dagli onorari del notaio o regola di dubbia legittimità costituzionale dovendo, in ogni caso, il notaio effettuare verifiche di legalità dell'atto³ coerenza e razionalità dell'opzione legislativa mi paiono davvero sfuggenti.

4. Start-up innovative e modelli affini.

Accanto ai modelli civilistici di s.r.l. o così farraginosamente disciplinati [s.r.l. ordinaria, s.r.l. a capitale ridotto (abrogata), s.r.l. semplificata] il legislatore ha introdotto, nella legislazione speciale, ulteriori modelli organizzativi diretti a favorire nuova imprenditorialità e occupazione, in particolare giovanile, anche in relazione alle raccomandazioni europee:

- (i) start-up *innovativa*;
- (ii) *incubatore certificato*;
- (iii) start-up *a vocazione sociale*;
- (iv) *PMI innovative*.

La start-up *innovativa* è un modello atipico, perché definito come «società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote non sono quotate» (art. 25 D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito dalla L. 17 dicembre 2012, n. 221 e s.m.).

La start-up *innovativa* deve avere numerosi requisiti specifici: i soci devono essere persone fisiche, l'attività deve essere svolta da non più di sessanta mesi, la società deve essere residente in Italia o in uno Stato membro, il totale della produzione annua, dopo il secondo anno, non può superare i 5 milioni di Euro; la società deve produrre prodotti o servizi innovativi, deve costituirsi come società nuova, non derivata (da scissione ecc.), deve esporre spese di ricerca superiori ad una soglia, occupare una quota di lavoratori dottori di ricerca o simili, essere titolare o licenziataria di una privativa industriale; la società non distribuisce utili (cfr. art. 25, comma 2, L. 221/2012 e s.m.).

È invece start-up *a vocazione sociale* la start-up *innovativa* che opera esclusivamente nei settori indicati all'articolo 2, comma 1 del D.L. 24 marzo 2006, n. 155.

È ancora previsto un ulteriore modello: *l'incubatore di start-up innovative certificato*, definito (dall'art. 25, comma 5, L. 221/2012 e s.m.) come società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano ovvero una *Societas Europaea*, residente in Italia ai sensi dell'articolo

73 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, che offre servizi per sostenere la nascita e lo sviluppo di start-up innovative ed è in possesso di numerosi requisiti:

³ Cfr. P. REVIGLIONE, *La società a responsabilità limitata semplificata*, in M. BIONE, R. GUIDOTTI, E. PEDERZINI, *La nuova società a responsabilità limitata*, in *Tratt. Galgano*, vol. 65, Padova, 2012, 656.

«a) dispone di strutture, anche immobiliari, adeguate ad accogliere *start-up* innovative, quali spazi riservati per poter installare attrezzature di prova, test, verifica o ricerca;

b) dispone di attrezzature adeguate all'attività delle *start-up* innovative, quali sistemi di accesso in banda ultralarga alla rete internet, sale riunioni, macchinari per test, prove o prototipi;

c) è amministrato o diretto da persone di riconosciuta competenza in materia di impresa e innovazione e ha a disposizione una struttura tecnica e di consulenza manageriale permanente;

d) ha regolari rapporti di collaborazione con università, centri di ricerca, istituzioni pubbliche e partner finanziari che svolgono attività e progetti collegati a *start-up* innovative;

e) ha adeguata e comprovata esperienza nell'attività di sostegno a *start-up* innovative, la cui sussistenza è valutata ai sensi del comma 7».

E' prevista una sezione speciale del registro delle imprese.

5. *Start-up innovative e deroghe al diritto societario.*

La disciplina della *start-up* innovativa (art. 26, L. 221/2012 e s.m.)⁴ ó definita come società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione caratterizzata, come si è poc' anzi ricordato, da numerosi specifici requisiti analiticamente previsti dal legislatore (costituzione da non più di sessanta mesi, residenza in Italia o in uno Stato UE, valore della produzione annua non superiore a 5 mln di Euro ecc.) (art. 25, comma 2, L. 221/2012 e s.m.) ó si segnala per le deroghe al diritto societario che sono riconducibili a tre linee direttrici di sistematica rilevanza:

(i) l'attenuazione della tutela del capitale sociale bilanciata dall'interesse al perseguimento del progetto imprenditoriale (art. 26, comma 1, L. 221/2012 e s.m.);

(ii) la legittimazione ó anche in società minori ó di forme graduate e differenziate di partecipazione all'attività sia a titolo societario sia a titolo finanziario (art. 26, commi 2, 3, 7, L. 221/2012 e s.m.);

(iii) l'apertura di imprese di modeste dimensioni al mercato finanziario in ragione del carattere innovativo del progetto economico (art. 26, comma 5, L. 221/2012 e s.m.).

⁴ Norma successivamente modificata, in alcuni commi, con d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, convertito in L. 24 marzo 2015, n. 33 e ancora modificato con L. 11 dicembre 2016, n. 232, nonché dal d.l. 24 aprile 2017, n. 50 convertito con modificazioni dalla L. 21 giugno 2017, n. 96.

Sotto il primo profilo si segnalano le regole agevolate in tema di perdite e ricostituzione del capitale sociale e la disciplina più liberale delle operazioni sulle proprie partecipazioni (art. 26, commi 1 e 7, L. 221/2012 e s.m.).

Si deve altresì aggiungere l'esenzione della *start-up* innovativa dalle procedure concorsuali diverse da quelle previste dal capo II della l. 27 gennaio 2012, n. 3 e cioè la possibilità di accedere alle procedure di composizione della crisi da sovraindebitamento (cfr. art. 31, L. 221/2012 e s.m.).

Sotto il secondo profilo si deve segnalare la possibilità di creare *categorie di quote* fornite di diritti diversi e di creare categorie di quote senza diritto di voto o con diritto di voto non proporzionale (art. 26, commi 2 e 3, L. 221/2012 e s.m.).

Sotto il terzo profilo si deve ricordare che la legittimazione all'offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali, nonché la possibilità di prevedere nell'atto costitutivo, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, l'emissione di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli art. 2479 e 2479-bis del codice civile (cfr. art. 26, comma 5, L. 221/2012 e s.m.), segnano l'avvio di un processo di avvicinamento delle piccole e medie imprese al mercato finanziario. Il percorso è proseguito con la L. 11 agosto 2014, n. 116, la quale, all'art. 20, ha previsto la possibilità per le società neo-quotate di mantenere il voto plurimo, con il limite di tre voti.

Si aggiungano l'esenzione dal pagamento dell'imposta di bollo e dei diritti di segreteria relativi alle iscrizioni del registro delle imprese, nonché dal pagamento del diritto annuale dovuto a favore delle Camere di Commercio, con durata comunque non oltre il quinto anno di iscrizione (art. 26, comma 8, L. 221/2012 e s.m.) e diversi incentivi fiscali all'investimento in *start-up* innovative (art. 29, L. 221/2012 e s.m.).

6. *Le piccole e medie imprese PMI innovative*⁵.

Con la L. 24 marzo 2015, n. 33 il panorama dei modelli di impresa collettiva si è ulteriormente arricchito.

La Raccomandazione europea 2003/361/CE aveva definito come PMI le imprese con meno di 250 dipendenti e con un fatturato annuo inferiore ai € 50 milioni oppure con un totale di bilancio annuo inferiore a € 43 milioni: imprese medio-grandi dunque ben lontane dalla tradizionale nozione giuridica di piccola impresa!

⁵ In argomento si veda, per tutti, P. BENAZZO, *Start-up e PMI Innovative*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche ó Sezione Commerciale*, diretto da R. Sacco, Aggiornamento Torino, 2017, p. 467 ss.

L'art. 4, L. 24 marzo 2015, n. 33 definisce le piccole e medie imprese innovative, richiamando la Raccomandazione europea, come PMI società di capitali, costituite anche in forma di cooperativa che possiedono particolari requisiti.

In sintesi si tratta di imprese che sostengano *spese in ricerca sviluppo e innovazione* superiori ad una soglia determinata, che impieghino dipendenti o collaboratori in possesso, per almeno un quinto, del titolo di *dottorato di ricerca o qualificazioni universitarie*, che siano titolari, a vario titolo, di almeno una *privativa industriale*, non siano *quotate* e abbiano *bilanci certificati*.

È istituita una sezione speciale presso il registro delle imprese.

La disciplina speciale ha modificato il Testo unico della Finanza al fine di estendere la regolamentazione del collocamento delle quote tramite intermediari abilitati, cioè tramite i gestori dei portali di *crowdfunding*, già consentito alle *start-up* innovative, alle PMI innovative.

Più precisamente, l'art. 1, comma 5-*novies* T.U.F. (inserito dall'art. 30.1. d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 convertito in L. 17 dicembre 2012, n. 221 e successivamente sostituito dall'art. 1.70 lett. a, L. 11 dicembre 2016, n. 332) stabilisce che per «portale per la raccolta di capitali per le PMI si intende una piattaforma on line che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle PMI come definite dalla disciplina dell'Unione Europea e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società che investono prevalentemente in PMI».

L'art. 1, comma 5-*decies* T.U.F. precisa che «*start-up* innovativa», si intende la società definita dall'art. 25 comma 2 del d.l. 18 ottobre 2012 n. 179; il comma 5-*undecies* prevede che per «piccola e media impresa innovativa» o «PMI innovativa» si intende la PMI definita dall'art. 4 comma 1 del 24 gennaio 2015 n. 3.

L'art. 100-*ter* T.U.F. definisce e disciplina le offerte attraverso portali per la raccolta di capitali.

Si deve ancora ricordare che il d.l. 24 aprile 2017, n. 50 convertito in L. 21 giugno 2017, n. 96 ha esteso a tutte le PMI in forma di S.r.l. le deroghe al diritto societario previste per le *start-up* innovative.

Secondo i dati del Ministero dello Sviluppo Economico al 30 giugno 2017:

- il numero delle *start-up* innovative iscritte alla sezione speciale del Registro delle imprese è stato pari al 7.394, in aumento di 514 unità rispetto alla fine del marzo (+ 7,5%);
- le PMI innovative sono 565.

7. *Il finanziamento delle piccole e medie imprese.*

Da un recente *Discussion Paper* della Consob del 7 settembre 2017 emergono dati interessanti.

Dal confronto su un periodo di dieci anni (2002-2011) tra un campione rappresentativo di medie imprese italiane quotate in borsa con un campione di

imprese non quotate simili per settore industriale e per dimensione, emerge che le società quotate hanno registrato tassi di crescita notevolmente superiori rispetto alle non quotate in termini di fatturato, investimenti e occupazione.

Per converso le non quotate denunciano un minor grado di trasparenza contabile.

È ragionevole precisare che i costi da quotazione ó in termini di oneri regolamentari ó costituiscono un fattore rilevante di freno verso il mercato.

Ma vediamo allora le innovazioni registrate in questo settore.

Con l'entrata in vigore della legge di bilancio 2017 il *crowdfunding* è esteso a tutte le PMI in deroga al divieto dell'art. 2468 c.c.

Più precisamente con il d.l. 24 aprile 2017 n. 50 poi convertito in L. 21 giugno 2017 n. 26 il *crowdfunding* è stato esteso a tutte le PMI e si è consentito alle PMI s.r.l. di offrire al pubblico le proprie partecipazioni e di creare categorie di quote.

Non mi soffermo sulla disciplina ó dei portali, dei gestori, dei destinatari ó: mi limito a segnalare che la Consob con Delibera 29.11.2017, n. 20204 ha modificato il regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line ó (del 26.06.2013)

Tra le numerose novità è da segnalare la previsione di un sistema di indennizzo a tutela degli investitori o la stipula di un'assicurazione sulla responsabilità professionale.

Un intervento rilevante è stato certamente l'introduzione del voto multiplo óportabileö in quotazione: un allineamento tardivo a molti ordinamenti europei. Il successo è ancora limitato prevalendo il voto maggiorato in società già quotate (circa 35 *small cap.*).

L'altra linea direttrice dell'evoluzione in materia di finanziamento delle PMI è il *crowdfunding*.

L'Italia è stata il primo paese europeo ad emanare una disciplina sull'*equity crowdfunding* con il c.d. Decreto crescita (d.l. 18.10.2012, n. 179) a cui sono state apportate diverse innovazioni (d.l. 24.01.2015, n. 3; L. 11.12.2016, n. 232 ó c.d. Legge di Bilancio 2017); da ultimo con il d.l. 24.04.2017, n. 50 convertito in L. 21 giugno 2017, n. 96 che, come si è già ricordato, ha ampliato la categoria degli emittenti.

Da ultimo il d.lgs. 30 agosto 2017, n. 129, ha esteso espressamente a tutte le P.M.I. s.r.l. la possibilità di accedere alle modalità di trasferimento delle quote alternative al sistema ordinario di cui all'art. 2740 cod. civ.

L'ultima tappa è rappresentata dalla delibera Consob 29 novembre 2017, n. 20204, in vigore dal 3 gennaio 2018, che ha approvato ulteriori modifiche al Regolamento *equity crowdfunding* a tutte le s.r.l. (cd. *Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*, n. 18592/2013, con modifiche 21.11.2017).

La materia è ancora in evoluzione, perché l'8 marzo 2018 è stata presentata una *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, al fine di creare un'Unione dei mercati dei capitali, volta ad ampliare

l'accesso ai finanziamenti per le imprese innovative, le *start-up* e altre aziende non quotate, obiettivo che rientra tra le priorità della Commissione.

8. *Quale futuro?*

La riforma del 2003, con l'introduzione del sotto-tipo di società azionaria con titoli diffusi, mirò a superare lo storico *divergenza* tra società quotate e cioè la tradizionale arretratezza delle nostre imprese nel rapporto con il mercato finanziario.

L'obiettivo è rimasto lontano. Su 40.000 s.p.a. il numero delle quotate è da tempo assestato su circa 300 società⁶.

PMI e *crowdfunding* possono rappresentare una svolta?

I dati ad oggi appaiono abbastanza incoraggianti⁷.

Al Convegno tentare una risposta.

⁶ I dati sono tratti dall'*Osservatorio sulle Imprese e le Società* della Camera di Commercio di Milano

⁷ Unisco due tabelle statistiche aggiornate al 2018, consistenti nel *Cruscotto* aggiornato dell'*equity crowdfunding in Italia*, elaborate dall'*Osservatorio Crowdfunding* del Politecnico di Milano, disponibili sul sito <http://www.osservatoriocrowdfunding.it/>.

XXXII Convegno di studio su
 Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa,
 mercati finanziari: un mondo nuovo?
 Courmayeur, 14-15 settembre 2018
 (PM 09.08.2018)

Allegati.

L'Equity Crowdfunding in Italia: i numeri / Equity crowdfunding in Italy: statistics

Portali autorizzati 30 di cui: gestori 'autorizzati': 28 gestori 'di diritto': 2
 Authorized web portals

Offerte pubblicate 248 di cui: chiuse con successo: 147 (68,4%) chiuse senza successo: 68 (31,6%)
 Offerings of which: successful: of which: not successful:

attualmente in fase di raccolta: 33
 of which: offering still open:

Offerte promosse da 195 start-up innovative, 20 PMI innovative, 4 veicolo investimento, 11 altre PMI (*)
 Campaigns promoted by innovative startups, innovative SMEs investment vehicles other SMEs
 (*) Vi sono casi di imprese che hanno promosso più campagne in periodi successivi

Target medio di raccolta: € 210.137 Quota media del capitale di rischio offerto: 13,10%
 Average fundraising target: Average traction of equity capital offered:

Per i soli progetti chiusi con successo: Percentuale media di raggiungimento del target: 188,8% ()**
 For successful projects only: Average % between raised money and target funding:

Numero medio di finanziatori per ogni campagna: 69,7
 Average number of investors per campaign:

(**) in alcuni casi si prevedeva la possibilità di chiudere con successo l'offerta anche con importi inferiori al "target", che viene definito come l'obiettivo di raccolta dichiarato all'inizio della campagna nel materiale informativo messo a disposizione

Per i soli progetti chiusi senza successo: Percentuale media di raggiungimento del target: 24,4%
 For unsuccessful projects only: Average % between committed money and target funding

Capitale di rischio totale raccolto dall'avvio della legge: € 39.514.544
 Total equity capital raised up to now:

