



DIPARTIMENTO
DI SCIENZE GIURIDICHE

SAPIENZA
UNIVERSITÀ DI ROMA



SAPIENZA
UNIVERSITÀ DI ROMA

DOTTORATO IN AUTONOMIA PRIVATA,
IMPRESA, LAVORO E TUTELA DEI DIRITTI
NELLA PROSPETTIVA EUROPEA
ED INTERNAZIONALE

Il finanziamento tramite *Venture Capital*

In occasione dei 20 anni della Riforma del diritto societario

Roma, 1° dicembre 2023
Facoltà di Giurisprudenza - Aula Calasso

Ore 9:00

Indirizzi di saluto

Oliviero Diliberto, Preside della Facoltà
Luisa Avitabile, Direttrice del Dipartimento
Laura Moscati, Coordinatrice del Dottorato

Ore 9:30

Le tecniche di finanziamento mediante *Venture Capital* e il divieto del patto leonino

Coordina: Giuliana Scognamiglio
Discutono: Giuseppe Ferri jr., Marilena
Filippelli, Angelo Mambriani, Marco S.
Spolidoro

Ore 11:15

Categorie di partecipazioni, rapporti tra categorie ed in generale la *governance* delle società "*V.C.-backed*"

Coordina: Paolo Giudici
Discutono: Marco Maugeri, Claudia
Sandeï, Pierpaolo M. Sanfilippo, Daniele
U. Santosuosso, Marco Ventoruzzo

Ore 12:45

Dibattito

Ore 13:15 - Pausa

Ore 14:15

L'*exit* dalla società "*V.C.-backed*" e il principio di equa valorizzazione della partecipazione

Coordina: Vincenzo Meli

Discutono: Nicola De Luca, Carlo F.
Giampaolino, Casimiro A. Nigro, Angelina
M. Perrino, Alessandra Stabilini

Ore 16:00

Il panorama comparatistico

Peter Agstner, Antonio Capizzi

Ore 16:30

Dibattito

Ore 17:15

Considerazioni conclusive

Giuliana Scognamiglio, Paolo Giudici,
Vincenzo Meli

Ore 17:45 - Fine dei lavori

I partecipanti:

Peter Agstner, ricercatore, Libera Università di Bolzano
Antonio Capizzi, ricercatore, Sapienza Università di Roma
Nicola De Luca, professore ordinario, Università della Campania Vanvitelli
Giuseppe Ferri jr., professore ordinario, Sapienza Università di Roma
Marilena Filippelli, professore associato, Sapienza Università di Roma
Carlo F. Giampaolino, professore ordinario, Università di Roma Tor Vergata
Paolo Giudici, professore ordinario, Libera Università di Bolzano
Angelo Mambriani, presidente Sez. Imprese B – Tribunale di Milano
Marco Maugeri, professore ordinario, Università Europea di Roma
Vincenzo Meli, professore ordinario, Sapienza Università di Roma
Casimiro A. Nigro, ricercatore, Goethe-Universität, Francoforte sul Meno
Angelina M. Perrino, consigliere Corte Suprema di Cassazione
Claudia Sandei, professore associato, Università di Padova
Pierpaolo M. Sanfilippo, professore ordinario, Università di Catania
Daniele U. Santosuosso, professore ordinario, Sapienza Università di Roma
Giuliana Scognamiglio, professore ordinario, Sapienza Università di Roma
Marco S. Spolidoro, professore ordinario, Università Cattolica di Milano
Alessandra Stabilini, ricercatore, Università degli Studi di Milano
Marco Ventoruzzo, professore ordinario, Università Bocconi di Milano

Il convegno è aperto a tutti gli interessati

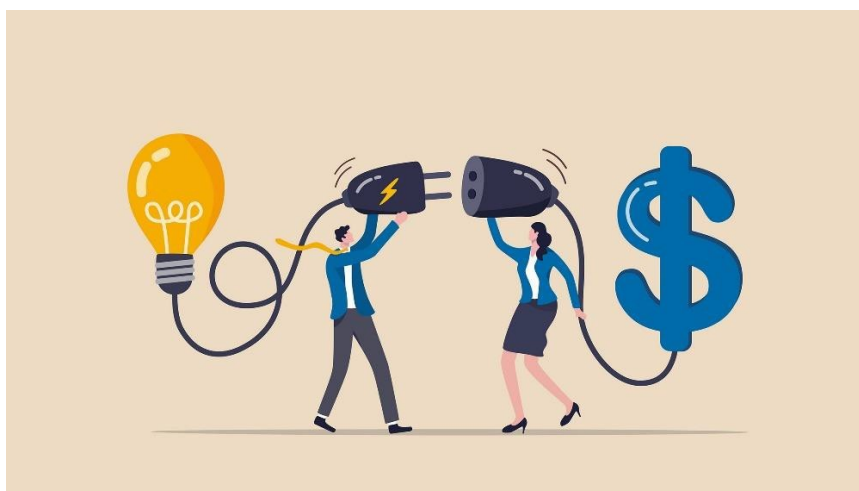
Per esigenze organizzative si prega di segnalare la propria partecipazione compilando il Modulo Google <https://urly.it/3xyp8>

**Segreteria organizzativa ed informazioni:
dottorato.dirittocommerciale@uniroma1.it**

Il finanziamento tramite *Venture Capital*

In occasione dei 20 anni della Riforma del diritto societario

Roma, 1° dicembre 2023



Il 29 giugno 1983 la Fondazione Cini di Venezia ospitava un convegno organizzato dalla Olivetti s.p.a. dedicato al finanziamento tramite *Venture Capital*. In quella giornata esperti statunitensi esposero ad un meravigliato pubblico italiano quella che all'epoca appariva come un'esotica congerie di strumenti contrattuali e di clausole statutarie. A distanza di quarant'anni, e trascorsi vent'anni dalla riforma del diritto societario, abbiamo ritenuto opportuno proporre una riflessione, stimolata anche da un'esperienza di ricerca condotta insieme con l'Università di Bolzano (e sfociata in un workshop svoltosi il 7 ottobre 2022), se gli istituti del diritto societario italiano siano o no sufficientemente duttili da reagire in maniera positiva, senza opporre rigidità controproducenti, rispetto alla penetrazione anche nel nostro ambiente economico di un canale di finanziamento delle imprese sempre più rilevante a livello globale.

A monte del nostro tema vi è l'esigenza, oramai generalmente avvertita, di favorire lo sviluppo di imprese innovative e ad alto potenziale di crescita. È ormai patrimonio comune la narrazione di imprenditori che, grazie anche all'utilizzo di nuove tecnologie ovvero all'utilizzo in maniera innovativa di tecnologie già esistenti, hanno intercettato nuovi bisogni del mercato e, partendo (spesso letteralmente) da angusti garages, hanno visto le loro iniziative imprenditoriali crescere sino a raggiungere lo status di "*Unicorns*".

Gli "unicorni" sono stati sinora "avvistati" in specifiche zone del mondo (Silicon Valley; Delaware; Londra; Israele; ecc.), nonostante gli sforzi compiuti dai legislatori di molti Paesi per cercare di rendere loro appetibili anche altri territori. Anche il legislatore italiano ha dedicato di recente molte energie all'elaborazione di regole utili a favorire lo sviluppo di imprese innovative (le c.d. "*start-up*"), con risultati che non sono ancora chiari.

Il percorso evolutivo di ogni "unicorno" muove da una dimensione iniziale "piccola" e dal bisogno di finanziamenti esterni, dato che spesso i fondatori hanno molte idee ma poco capitale per realizzarle. L'analisi empirica mostra che il capitale privato necessario a sviluppare l'idea è messo a disposizione dei fondatori da investitori privati per lo più altamente specializzati e sofisticati, che valutano migliaia di progetti di investimento,

scartandone la maggior parte, prima di decidere di finanziarne uno. Nelle prime fasi di sviluppo si tratta spesso di persone fisiche particolarmente facoltose, in gergo indicate con l'espressione di "*Business Angels*", che si convincono della opportunità di destinare parte del loro cospicuo patrimonio a progetti particolarmente rischiosi ma che, nel caso di successo, garantiscono un rendimento molto alto all'investimento effettuato. Se, come accade invero in una esigua minoranza dei casi, l'iniziativa non naufraga entro breve, subentrano fondi specializzati denominati di *Venture Capital*.

Molti sono i fattori che possono favorire la nascita e lo sviluppo di queste realtà: un sistema fiscale favorevole, la vicinanza a poli universitari d'eccellenza, un sistema finanziario evoluto, finanziamenti pubblici, eccetera. Tra di essi un ruolo centrale è dato dalla disponibilità di un diritto societario che permetta di recepire, vuoi a livello statutario, vuoi a livello di accordi tra singoli soci e soci e terzi, le esigenze di estrema libertà e flessibilità che caratterizzano gli accordi di finanziamento tra fondatori e finanziatori.

Da un punto di vista descrittivo il finanziamento privato di imprese *start-up* può essere suddiviso in diverse fasi, tutte destinate a verificarsi solo in caso di successo di quella precedente: una prima (c.d. *early stage*) in cui sono gli stessi fondatori a impiegare risorse proprie (c.d. *bootstrapping*) o fornite da un ristretto gruppo di familiari, amici e "sognatori" (FFFs, acronimo per *family, friends and fools*); una seconda, che vede l'intervento dei *Business Angels*; una terza, in cui entrano in gioco i veri e propri fondi di *Venture Capital*.

La caratteristica principale dei rapporti che si instaurano tra imprenditori-fondatori e finanziatori è la regolazione, a livello contrattuale, degli inevitabili problemi derivanti da fenomeni di asimmetria informativa, azzardo morale, incertezza contrattuale e, non ultimi, di opportunismo. Tutti questi problemi, stante la natura essenzialmente dispositiva del diritto societario nordamericano (e del Delaware, in particolare, quale stato americano che accoglie la maggior parte delle società di nuova costituzione) sono risolti, a livello contrattuale, disegnando dei particolari diritti spettanti alle parti del contratto. In tale contesto vengono normalmente utilizzate obbligazioni convertibili, azioni privilegiate convertibili, schemi di incentivazione dell'azionariato dei dipendenti, clausole anti-diluizione, diritti di co-vendita, speciali prerogative di exit, oltre che speciali diritti di informazione e di nomina di componenti del *board*.

Di ciò si sono accorti i legislatori europei, che a seguito della grande crisi del 2007-2009 e della sempre maggiore concorrenza globale sul terreno dell'industria tradizionale, hanno realizzato che lo svantaggio competitivo rispetto agli Stati Uniti, ove la grande maggioranza, se non la totalità degli "unicorni" si sono sviluppati, poteva e doveva essere colmato anche tramite una profonda rivisitazione del diritto societario. In Italia ciò ha comportato un susseguirsi di riforme nello spazio di un solo quinquennio, precisamente tra il 2012 e il 2017, che hanno profondamente inciso sui caratteri del tipo di società usualmente prescelto in Italia dalle imprese di piccole dimensioni: la società a responsabilità limitata. La s.r.l., uscita agli inizi di questo secolo da un'altra grande riforma come società di ridotte dimensioni e chiusa al finanziamento verso l'esterno, si è vista d'un tratto catapultata sia verso il finanziamento pubblico (tramite il *crowdfunding*), sia verso le sofisticate tecniche di finanziamento tipiche del *Venture Capital*.

Gli studiosi italiani di diritto societario si sono concentrati quasi esclusivamente sul fenomeno del *crowdfunding*, trascurando per converso le problematiche di più stretto diritto societario conseguenti al recepimento degli schemi di finanziamento utilizzati dai *Venture Capitalists* e dai *Business Angels*. In ogni caso, va constatato che le riforme del

2012-2017 al momento non hanno sortito l'effetto sperato. Esse hanno lasciato aperti molti interrogativi, primo tra tutti quello degli spazi di autonomia concessi alle parti.

Abbiamo allora selezionato tre ambiti tematici in cui, a nostro giudizio, l'attuale posizione della maggioranza degli interpreti giunge a soluzioni che non sempre si conciliano con le esigenze del *Venture Capital* e che, anzi, proprio a seguito del confronto con tali esigenze, sembrerebbero meritevoli di una revisione critica.

Trasversale a questi tre temi è l'assunto, sul quale pure il dibattito è tutt'altro che sopito, secondo cui sul terreno del "parasociale", le parti godrebbero di un ambito di autonomia più ampio rispetto a quello disponibile nella sede statutaria; il che ha dato luogo ad una prassi per la quale determinati comportamenti, funzionali al finanziamento mediante V.C. e di dubbia compatibilità con regole del diritto societario di cui si afferma l'imperatività, vanno a costituire il contenuto di patti parasociali, sul presupposto, appunto discutibile, che questa "collocazione" basti ad escludere ogni rischio di invalidità.

Il seminario si prefigge l'obiettivo di esaminare o riesaminare criticamente i temi accennati, articolando la riflessione su tre *panels*, ai quali seguirà una sessione più breve destinata all'illustrazione in chiave comparatistica degli sviluppi che il tema generale del seminario ha avuto in altri Paesi.

Primo panel: le tecniche di finanziamento mediante *Venture Capital* e il divieto del patto leonino

Il dibattito sulla vigenza del divieto di patto leonino, espressamente posto dall'art. 2265 c.c. per le sole società di persone, anche al di fuori di tale ambito sembra tuttora aperto: esso è stato negli ultimi anni alimentato principalmente dall'emersione nella realtà empirica delle nuove tecniche di finanziamento dell'impresa tramite il c.d. *Venture Capital*, e dalle controversie che ne sono scaturite, giunte talora fino al terzo grado di giudizio e dunque all'esame della Corte Suprema di Cassazione. Com'è noto, la discussione non coinvolge solo la legittimità o meno di clausole dello statuto elusive del divieto del patto leonino, ma anche la legittimità di patti o convenzioni parasociali aventi il medesimo contenuto.

Secondo panel: categorie di partecipazioni, rapporti tra categorie ed in generale la governance delle società "V.C.-backed"

La prassi del finanziamento tramite *Venture Capital* è fondata sul c.d. "*stage financing*", che comporta la coesistenza di molteplici categorie di partecipazioni, ciascuna munita di diritti patrimoniali e amministrativi diversi dalle altre. Si prospetta quindi il tema generale della legittimità di operazioni di riorganizzazione della struttura finanziaria della società (aumenti di capitale *in primis*) che alterino il rapporto tra le categorie a prescindere dal consenso espresso in sede di assemblea speciale, o senza che scatti il diritto di recesso (ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lettera g, c.c.). Il problema si complica con riferimento alla s.r.l. che, pur potendo (se PMI) ormai emettere categorie di quote, non conosce una disciplina legale delle assemblee speciali e prevede una disciplina del diritto di recesso del tutto inadeguata a una struttura finanziaria complessa. Inoltre, non sono ancora del tutto chiari i limiti che l'autonomia statutaria ovvero l'autonomia negoziale in sede parasociale (c.d. "patti di gestione") incontrano rispetto al tema dell'attribuzione alle categorie di partecipanti di diritti di ingerenza o addirittura di veto rispetto all'esercizio dei poteri di gestione da parte degli amministratori.

Terzo panel: l'*exit* dalla società "V.C.-backed" e il principio di equa valorizzazione della partecipazione

Quello della "equa valorizzazione" della partecipazione, in particolare nel caso di perdita "involontaria" dello *status* di socio, è ormai considerato dai più alla stregua di un principio inderogabile del diritto societario: se ne è trattato in particolare con riferimento alle clausole c.d. di co-vendita della partecipazione, rispetto alle quali è immanente il rischio di comportamenti abusivi del socio "trascinante". Alla stregua di questa diffusa opinione, sarebbero quindi nulle tutte le pattuizioni (sociali o parasociali) che comportino una valorizzazione "non equa" della partecipazione del socio che venga estromesso senza il suo consenso. Ma a questo punto riemerge l'interrogativo se la nullità di clausole consapevolmente accettate da parti sofisticate sia effettivamente lo strumento più adeguato alla prevenzione/repressione dei possibili abusi.