

BANCA D'ITALIA

Quaderni di ricerca giuridica

della Consulenza legale

**Il *venture capital* come strumento
per lo sviluppo delle piccole e medie imprese:
un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano**

di Bruna Szego



Numero 55 - Giugno 2002

All'analisi economica e tecnica, sulla quale si basa l'azione che la Banca d'Italia svolge come banca centrale e organo di vigilanza, si accompagna, con crescente impegno, quella giuridica dei fenomeni creditizi e monetari e, più in generale, dei profili istituzionali dell'attività economica.

All'interno dell'Istituto è attribuito alla Consulenza Legale, accanto alle funzioni contenziosa e consultiva, il compito di svolgere indagini e ricerche in materia giuridico-bancaria.

I "Quaderni di ricerca giuridica" intendono essere, nell'ambito della Banca d'Italia e del sistema bancario, strumento di diffusione di lavori prodotti prevalentemente da appartenenti alla Consulenza Legale e originati da ricerche di specifico interesse per l'Istituto.

I "Quaderni" riflettono esclusivamente le opinioni dei singoli autori e non intendono, quindi, rappresentare posizioni ufficiali della Banca d'Italia.

Comitato di coordinamento:

VINCENZO CATAPANO, SERGIO LUCIANI, PAOLO ZAMBONI GARAVELLI.

**Il *venture capital* come strumento
per lo sviluppo delle piccole e medie imprese:
un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano**

di Bruna Szego

Numero 55 - Giugno 2002

INDICE

	Pag.
Abstract	9
Premessa	12
1. Cos'è il <i>venture capital</i>	15
1.1 Il problema definitorio	15
1.2 I tratti distintivi del <i>venture capital</i> : le caratteristiche e i rischi	16
2. Gli ostacoli a una corretta quantificazione dei rischi e le soluzioni della prassi contrattuale	18
2.1 Il finanziamento per stadi	19
2.2 La struttura quali-quantitativa dell'apporto finanziario	21
2.3 La <i>board representation</i> e i <i>restrictive covenants</i>	23
2.3.1 La <i>board representation</i> (diritto di nomina e revoca dei componenti dell'organo amministrativo)	24
2.3.2 I <i>restrictive covenants</i> (preventivo assenso del <i>venture capitalist</i> su alcune operazioni di competenza dell'assemblea o dell'organo amministrativo)	25
3. La c.d. <i>way out</i> e le clausole limitative del trasferimento	26
4. Il diritto italiano di fronte alla prassi	27
4.1 Le opzioni teoriche disponibili	27
4.2 La struttura quali-quantitativa dell'apporto finanziario	29
4.3 La <i>board representation</i> e i <i>restrictive covenants</i>	34
4.3.1 Considerazioni generali	34
4.3.2 Il ricorso alla categoria azionaria e l'uso di clausole statutarie di attribuzione diretta	37
4.3.3 L'uso di clausole di attribuzione indiretta	42
4.3.4 L'uso di patti parasociali	43
4.4 La disciplina della <i>way out</i> e le clausole limitative del trasferimento	49
4.5 Alcuni spunti di analisi comparata	51
5. Conclusioni e prospettive de iure condendo	55
Bibliografia	63

Abstract

1. La ricerca prende le mosse dalla considerazione che un adeguato sviluppo del *venture capital* in Italia potrebbe fornire alle nostre imprese uno strumento che aiuti a superare le difficoltà di crescita dimensionale, la ridotta specializzazione in settori innovativi, l'esigua quotazione. Nonostante gli sviluppi degli ultimi anni, questa forma di finanziamento stenta ad affermarsi; anche all'interno dell'UE, l'Italia è fra il gruppo di paesi con minori investimenti di *venture capital* sul PIL.

Il lavoro analizza se lo scarso sviluppo del *venture capital* non sia da imputare anche al vigente quadro normativo, e in particolare al diritto societario; se quest'ultimo sia idoneo a regolare i rapporti tra *venture capitalist* e imprenditore e, in particolare, a permettere di comporre in modo efficiente i "costi di agenzia" e le asimmetrie informative che nelle società *venture-backed* si pongono in modo estremo. L'analisi prende spunto dai suggerimenti della letteratura economica, soprattutto americana, in ordine alla struttura ottimale del rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore per comprendere se questo modello sia importabile anche nel nostro ordinamento; quali mezzi siano a disposizione delle parti nel diritto societario vigente e quale grado di protezione essi assicurino al finanziatore.

2. In particolare, la ricerca illustra i quattro principali strumenti suggeriti dall'analisi economica per regolare in modo efficiente il rapporto endosocietario tra *venture capitalist* e imprenditore:

- lo *stage financing*. Il finanziamento non avviene in un'unica soluzione, ma suddiviso in più stadi, ognuno dei quali subordinato al raggiungimento da parte dell'imprenditore di determinati risultati obiettivi prefissati nel *business plan*. Il connesso diritto del *venture capitalist* di abbandonare il progetto a ogni stadio successivo, oltre a ridurne l'esposizione al rischio, agisce come stimolo per l'imprenditore a comportamenti efficienti e concorre a diminuire le asimmetrie informative sia nella fase genetica sia nel corso del rapporto di finanziamento. Il finanziamento per stadi giova non solo al *venture capitalist* ma anche all'imprenditore, che ha la possibilità di minimizzare gli effetti del ricorso al capitale esterno attraverso la rinegoziazione delle condizioni di finanziamento ad ogni successivo stadio;
- la struttura quali-quantitativa dell'apporto. Il *trade-off* tra presenza di adeguati incentivi all'imprenditore e possibilità per il *venture capitalist* di monitorare l'impresa viene solitamente risolto prevedendo: i) che il primo detenga la partecipazione di maggioranza nell'impresa finanziata; ii) che il *venture capitalist* sottoscriva particolari strumenti noti alla esperienza anglosassone come "convertible preferred shares": questi, pur essendo titoli di capitale e non di debito, hanno un pay-off simile a quello di un'obbligazione. La superiorità di questi strumenti rispetto all'alternativa della "pura azione" o della "pura obbligazione" è testimoniata dal loro largo uso nella prassi, oltre che da una corposa letteratura economica;
- la *board representation* e i *restrictive covenants*. Al fine di assicurare al *venture capitalist*, socio di minoranza, il potere di concorrere con l'imprenditore alla definizione delle linee strategiche del business e la possibilità di monitorare l'impresa dall'interno, al *venture capitalist* vengono attribuiti poteri superiori a quelli spettanti in base alla partecipazione detenuta. In particolare, sono previsti a suo favore poteri di nomina di alcuni membri del c.d.a.; poteri di revoca dei membri nominati dall'imprenditore; poteri di veto su alcune operazioni di competenza dell'assemblea o del c.d.a.;

- la disciplina dell'*exit*. Una serie di elementi rendono delicata la fase dell'*exit*, del *venture capitalist* e dell'imprenditore, e motivano la presenza di clausole *ad hoc*. L'impresa finanziata non è quotata; la partecipazione del *venture capitalist* è di minoranza; le capacità personali del partner industriale assumono un ruolo assolutamente fondamentale per la buona riuscita del business; la cessione a terzi della partecipazione (di controllo) di quest'ultimo ha evidenti effetti sul valore dell'interessenza del *venture capitalist*. Al fine di proteggere quest'ultimo, i contratti solitamente prevedono clausole che garantiscono al *venture capitalist* un *exit* e che, nel contempo, limitano o escludono del tutto la facoltà di uscita del socio imprenditore.

3. L'utilizzo nel nostro ordinamento degli strumenti sopra illustrati non è privo di problemi. Mentre la tecnica dello *stage financing* non sembra porre particolari difficoltà, il ricorso alle altre misure è, per talune di esse, del tutto impedito e, per altre, possibile solo attraverso strumenti che non garantiscono un grado di *enforcement* elevato.

Con riferimento alle *convertible preferred shares*, si osserva che le caratteristiche di tali titoli sembrano mal conciliarsi con le disposizioni in tema di categorie azionarie previste dal nostro codice civile. In particolare, la predeterminazione dell'ammontare cui esse danno diritto in sede di distribuzione del patrimonio della società, in caso di liquidazione, e l'esclusione dal riparto dell'eventuale supero attivo non appare compatibile con il nostro diritto vigente.

Per quanto attiene alla nomina da parte del *venture capitalist* di proprio personale nel consiglio di amministrazione della società finanziata, essa è possibile attraverso la previsione statutaria del voto di lista o la conclusione di patti parasociali. La concreta utilizzabilità di tale strumento può essere tuttavia disincentivata, nel nostro ordinamento, dagli effetti penalizzanti che l'eventuale fallimento dell'impresa (ipotesi tutt'altro che remota in caso di *start-up*) produce sull'organo amministrativo: in particolare, il rischio (che nell'applicazione giurisprudenziale è quasi una certezza) di un'azione di responsabilità o di un'azione penale per bancarotta.

La possibilità di adottare i *restrictive covenants* attraverso clausole statutarie che attribuiscono direttamente al *venture capitalist* poteri di veto su determinate operazioni è preclusa nel nostro ordinamento; la soluzione alternativa, consistente nell'aumentare i quorum necessari per l'approvazione delle delibere (dell'assemblea o del c.d.a.) è significativamente limitata e non priva di rischi.

L'utilizzabilità delle clausole di *exit* a favore del *venture capitalist* è limitata, nel nostro ordinamento, dalla tassatività delle ipotesi in cui è ammesso il diritto del recesso e dalla non ammissibilità di azioni riscattabili dalla società su richiesta del socio. Per contro, le previsioni che vietano, limitano o condizionano in misura significativa l'uscita del socio imprenditore possono violare, se previste nello statuto, il principio della libera trasferibilità delle azioni sancito dal diritto societario vigente per tutte le s.p.a. Inoltre, eventuali patteggiamenti intervenuti tra le parti con cui una si obblighi ad acquistare il pacchetto azionario dell'altra ad un prezzo prefissato potrebbero violare il divieto di patto leonino.

Da un punto di vista di ordine generale, si osserva che il nostro ordinamento è connotato da un grado di rigidità tale da non permettere l'adozione nello statuto di gran parte delle clausole che la letteratura economica suggerisce.

Un'alternativa possibile è il ricorso ai patti parasociali, ma il grado di protezione che essi offrono al *venture capitalist* è basso, sia perché della validità di alcuni di tali patti ancora si discute, sia perché - in caso di inadempimento - essi danno diritto al risarcimento

dei danni, ma non inficiano la validità degli atti compiuti dalla società. Questa conclusione, basata sull'analisi delle regole vigenti per le società per azioni, non muta in modo sostanziale nemmeno qualora si consideri la disciplina delle società a responsabilità limitata.

4. Il confronto comparato mostra una maggiore duttilità degli ordinamenti stranieri di fronte alle esigenze del *venture capitalist*.

Negli ordinamenti anglosassoni (USA e UK) le istanze di quest'ultimo trovano risposte efficaci. Le *convertible preferred shares* possono essere dotate di particolari diritti di voto; possono inoltre essere rimborsate su richiesta del loro titolare; inoltre, poiché tali diritti sono connaturati all'azione, essi sono immodificabili senza il consenso del *venture capitalist*. È inoltre possibile la conclusione di *shareholders' agreements*, la cui validità è indubbia e tutelata anche sul piano societario.

Anche gli ordinamenti più vicini al nostro, quale quello francese e tedesco, risultano più efficienti. In Francia, l'introduzione della società per azioni semplificata - la cui disciplina è quasi interamente rimessa all'autonomia contrattuale dei soci - consente di replicare interamente nello statuto le soluzioni suggerite dall'esperienza e dall'analisi economica; in Germania, tale effetto è possibile, con intensità differente, avvalendosi sia di una s.r.l. (GmbH), sia di una s.p.a. (AG).

5. Le difficoltà riscontrate nel nostro diritto vigente, in sostanza riconducibili all'assenza di una disciplina flessibile per le società capitalistiche a ristretta compagine sociale, potranno essere superate in sede di attuazione della legge delega sulla riforma del diritto societario (L. 366/2001) se il legislatore delegato sfrutterà tutte le potenzialità insite nei criteri di delega in questa previsti.

Premessa

La struttura dell'economia italiana si caratterizza l'incidenza modesta delle imprese medie e grandi e per l'elevato peso di quelle piccole (1); queste ultime hanno problemi di crescita (2). La sproporzione, rimasta stabile negli anni, non sembra mostrare segni di mutamento. Persiste inoltre una forte specializzazione delle imprese italiane in lavorazioni a ridotto contenuto tecnologico (3).

La combinazione di questi fattori segnala un problema di competitività della nostra economia: la specializzazione produttiva espone il nostro sistema alla concorrenza dei paesi emergenti; la dimensione contenuta delle nostre imprese frena la mobilità settoriale poiché la possibilità di introdurre innovazioni radicali di processo e di prodotto è collegata alla disponibilità di risorse ingenti, di capacità e di strutture di ricerca rilevanti.

Un adeguato sviluppo dell'attività di *venture capital* potrebbe fornire alle imprese italiane uno strumento importante per effettuare quel salto dimensionale e quelle scelte innovative di prodotto che sembrano tuttora mancare. L'esperienza maturata negli ultimi venti anni negli USA e nell'U.E. dimostra il ruolo decisivo che esso ha svolto nell'incentivare la nascita e la crescita di imprese ad alto potenziale di sviluppo, operanti in settori innovativi; mette in evidenza i benefici, in termini di capacità reddituale e occupazionale, che le imprese possono trarre dalla presenza di questa forma di sostegno finanziario (4). Sul fronte istituzionale, l'importanza assegnata a un adeguato sviluppo dell'attività di *venture capital* in Europa emerge in modo chiaro da alcuni lavori della Commissione e dal Rapporto del Comitato dei Saggi sulla regolamentazione dei mercati finanziari europei (cd. Rapporto "Lamfalussy") (5).

(1) Oltre il 90% delle imprese italiane ha meno di 10 addetti e dà lavoro a circa la metà (46%) degli occupati, quasi il doppio rispetto al dato medio europeo (27%). Nonostante a partire dagli anni '70 in tutti i maggiori paesi si stia riducendo la dimensione media delle imprese (a causa della minore importanza delle economie di scala interne indotta dalla possibilità di sviluppare forme di coordinamento tra distinte unità attraverso l'uso della tecnologia) l'Italia ha registrato la diminuzione più netta; le differenze con gli altri paesi si sono conseguentemente accentuate. Le dimensioni delle imprese italiane sono inoltre inferiori a quelle prevalenti in quasi tutti i paesi europei anche a parità di settore. Cfr. BANCA D'ITALIA (1999), 101; TRAÙ (1999); PAGANO e SCHIVARDI (2001).

(2) Nel periodo 1986-94 l'80% delle imprese con meno di 5 addetti è rimasta nella propria classe dimensionale; il resto non è andato oltre la soglia compresa tra i 10 e i 19 addetti. Fra le imprese con 10-19 addetti più della metà è rimasta nella propria classe dimensionale, più di 1/4 ha ridotto la propria dimensione. Solo 1/5 delle imprese ha aumentato il numero degli addetti. Si veda GUELPA (1997).

(3) Negli anni '90 la composizione settoriale dell'economia italiana - caratterizzata dal peso significativo dei settori del commercio e manifatturiero - è rimasta pressoché immutata. Nell'area dell'euro si osservano due modelli: quello della Francia e Germania con una forte specializzazione delle esportazioni nei prodotti ad intensità di lavoro qualificato e a contenuto tecnologico medio-alto; quello dell'Italia e della Spagna che concentra la propria specializzazione nelle lavorazioni tradizionali a minore intensità tecnologica. Banca D'ITALIA (1999), 98; BUGAMELLI (2001).

(4) Uno studio pubblicato nel 1997 dalla *National Venture Capital Association* dimostra che le imprese assistite da *venture capitalists* hanno una capacità di creare posti di lavoro notevolmente superiore alle altre società: dal 1991 al 1995 gli addetti di società *venture-backed* sono aumentati del 34% annuo; nello stesso periodo le prime 500 maggiori società americane hanno diminuito i propri addetti ad un tasso del 4% annuo. Inoltre, la performance delle società che ricevono o hanno ricevuto sostegno finanziario da operatori di *venture capital* sono notevolmente superiori rispetto alle altre società con alto potenziale di sviluppo: nel 1995 l'aumento degli utili delle prime è stato del 36,8 contro il 23,8% delle altre. Secondo dati dell'EVCA (*European Venture Capital Association*) la stessa elevata capacità di creazione di nuovi posti di lavoro si riscontra nelle società *venture-backed* dell'area dell'UE: nello stesso periodo (1991-1995) gli addetti a queste società sono aumentati del 15% all'anno, contro il 2% delle 500 maggiori società europee.

(5) In particolare, cfr. COMMISSIONE U.E. (2000); COMMISSIONE U.E. (2000) b; COMMISSIONE U.E. (1999); COMMISSIONE U.E. (1999) b; COMMISSIONE U.E. (1998), COMMISSIONE U.E. (2001) b.

L'Italia, nonostante una sensibile crescita nell'ultimo decennio, presenta un volume di investimenti di *venture capital* in rapporto al PIL decisamente inferiore agli altri paesi europei. Nell'ambito dell'Unione Europea, il mercato del *venture capital* è ancora molto frammentato, e tale circostanza si riflette nella presenza di significative differenze nel grado di sviluppo dei mercati dei vari Stati membri. Secondo i dati riferiti dalla Commissione U.E. per il 1999 (6), possono essere distinti tre gruppi di paesi: i) l'Olanda, il Belgio, il Regno Unito e la Svezia in cui gli investimenti di *venture capital* rappresentano più dello 0,2% del PIL; ii) la Finlandia, la Germania, la Francia, la Spagna e l'Irlanda dove il rapporto si attesta tra lo 0,2 e lo 0,1%; altri paesi, quali la Grecia, l'Italia, la Danimarca, il Portogallo dove gli investimenti in *venture capital* rimangono al di sotto dello 0,1% del PIL. Rispetto agli altri paesi, inoltre, l'Italia presenta un volume di investimenti di *venture capital* nel settore hi-tech decisamente inferiore: nel 1999, a fronte di paesi (Belgio, Francia, Svezia, Irlanda) in cui la percentuale di investimenti di *venture capital* tecnologici è superiore al 50% (7), il dato italiano è del 18% (8); nel primo semestre 2000 la percentuale è del 17,4% contro il 32,3% della media europea (9).

Questi dati, unitamente alle considerazioni già espresse in ordine alla struttura dimensionale e settoriale delle imprese italiane, lasciano intravedere l'esistenza di un mercato del *venture capital* con notevoli potenzialità. Al tempo stesso, essi pongono l'interrogativo del perché, nonostante la nostra economia appaia un terreno particolarmente fertile per lo sviluppo di questa attività, in Italia il ruolo del *venture capital* nel sostegno alle imprese sia tuttora marginale; quali siano gli eventuali ostacoli al suo sviluppo e i conseguenti possibili rimedi.

Tra i tanti campi di indagine nei quali può essere ricercata una risposta a questi interrogativi (10), questo studio intende esplorare in particolare quello delle regole che concorrono a disciplinare l'attività di *venture capital* in Italia. Esso si concentra sui rapporti tra *venture capitalist* e impresa finanziata, facendo soprattutto riferimento alla prassi in uso negli altri paesi – e in particolare negli Stati Uniti, nei quali esiste ampia letteratura – per analizzare se le soluzioni là adottate nella disciplina delle relazioni tra investitore e impresa finanziata possano trovare applicazione nel nostro paese alla luce delle regole vigenti.

(6) COMMISSIONE UE (2000), 8.

(7) COMMISSIONE UE (2000), 8.

(8) A.I.F.I. (2001), 68.

(9) E.V.C.A. (2000).

(10) Gli ostacoli allo sviluppo del *venture capital* in Italia possono essere ricondotti a una varietà di fattori, inerenti sia all'offerta che alla domanda. Senza pretese di completezza, se ne citano alcuni: lo scarso sviluppo del mercato azionario, che rende meno agevole la possibilità di uscita dall'investimento mediante quotazione, e la solo recente istituzione del Nuovo Mercato, appositamente dedicato alle imprese con alto potenziale di sviluppo; il fattore fiscale; lo scarso peso dei fondi pensione; l'attenuazione solo recente dei vincoli agli investimenti dei fondi comuni; una normativa fallimentare troppo punitiva nei confronti dell'imprenditore, tale da disincentivare l'assunzione di iniziative rischiose; lo scarso peso degli investimenti in ricerca e sviluppo e la conseguente mancanza nel nostro paese di *start-up* tecnologici. Ulteriori spiegazioni dello scarso sviluppo del *venture capital* potrebbero consistere nel ruolo sostitutivo del credito bancario: sebbene le banche tendano a compensare la mancanza di garanzie, tipica degli *start-up*, riducendo l'ammontare del credito fornito e aumentandone il prezzo, la disponibilità del finanziamento bancario potrebbe comunque aver parzialmente spiazzato lo sviluppo del *venture capital*. Anche il fattore culturale è spesso citato come uno dei più significativi vincoli allo sviluppo del *venture capital*: da un lato, le imprese guarderebbe con diffidenza a forme di finanziamento che implicino meccanismi di monitoraggio intensi come quelli usati dal *venture capitalist* e sarebbe restie alla quotazione; dall'altro, gli investitori istituzionali e le famiglie mostrerebbero ancora una scarsa propensione al rischio nei loro investimenti. Tale ultima circostanza si rifletterebbe, tra l'altro, nella scarsa presenza sui mercati italiani (e dell'Europa continentale) di *asset managers* specializzati nei settori *hitech*, in grado di valutare e gestire investimenti in società ad alto potenziale di sviluppo. Su tali temi si vedano, tra gli altri: AIFI (2000); COMMISSIONE UE (1999); COMMISSIONE UE (1999) b; BUGAMELLI, PAGANO, PATERNÒ, POZZOLO, ROSSI E SCHIVARDI (2001).

Il terreno su cui si svolge l'analisi è quello del diritto societario. Considerato che le modalità di finanziamento dell'impresa *venture-backed* implicano sempre – anche se non in via esclusiva – l'apporto di capitale di rischio (e dunque l'assunzione della qualità di socio da parte del *venture capitalist*), viene in particolare analizzata l'idoneità del diritto societario a consentire una disciplina del rapporto tra i soci che permetta di ridurre in modo efficace le asimmetrie informative, gli *agency costs* e i rischi gravanti sul *venture capitalist*, avendo presente che questi aspetti – sebbene presenti in qualsiasi rapporto partecipativo – assumono rilevanza maggiore nel caso delle imprese cui si indirizza il *venture capital*.

La ricerca è per sua natura limitata. Non intende fornire una risposta complessiva circa i fattori che possono contribuire allo sviluppo della domanda e offerta di *venture capital* nel nostro Paese. Intende invece esclusivamente “isolare” la leva della normativa societaria da tutte le altre, per determinare se il nostro diritto vigente sia acconcio a regolare strumenti di finanza innovativa come è il *venture capital* oppure se in esso si nascondano elementi che di fatto contribuiscono a frenare lo sviluppo di questa attività.

Il lavoro è articolato come segue. Nel Capitolo 1 si tratteggiano le caratteristiche più significative dell'attività svolta dai *venture capitalists* rispetto a quella degli altri operatori nel capitale di rischio e si affronta il problema generale dei rapporti tra investitore e impresa finanziata sotto il triplice profilo dell'incertezza dei risultati, delle asimmetrie informative e dei costi di agenzia. Il Capitolo 2 analizza le soluzioni che la letteratura economica suggerisce di adottare per ridurre questi problemi. Nel Capitolo 3 viene affrontato il tema della dismissione dell'investimento da parte del *venture capitalist* (cd. *way out*) e le soluzioni fornite dalla prassi contrattuale anglosassone. Nel Capitolo 4 viene approfondita la possibilità di adottare simili misure nel contesto del diritto societario italiano e fornito un confronto comparato. Il Capitolo 5 conclude dando anche alcune prospettive *de iure condendo*.

1. Cos'è il *venture capital*

1.1. *Il problema definitorio*

La nozione di *venture capital* non ha significato univoco; spesso non si distingue da quella, più generale, di *private equity* o dall'attività di *merchant banking*. Questa incertezza di termini è in parte giustificata poiché in tutti e tre i casi si è in presenza di un'attività di investimento, effettuata da investitori istituzionali, operatori pubblici, grandi aziende o privati, nel **capitale di rischio** di altre imprese (11).

La letteratura economica distingue tuttavia, all'interno del più ampio mercato del *private equity*, tipi di finanziamento diversi in relazione alla fase di sviluppo dell'impresa finanziata, mettendo in evidenza le diverse caratteristiche, i differenti strumenti e rischi che l'attività assume. In particolare, si distingue tra: i) finanziamento dell'avvio dell'impresa (c.d. *early stage financing*); ii) supporto allo sviluppo (*expansion financing* o *development capital*); iii) sostegno finanziario per operazioni di *replacement* e di *buy-out* (MBOs, LBOs, ecc.). Mentre quest'ultima attività presuppone l'esistenza di imprese più mature e rappresenta un segmento che solitamente non rientra nell'ambito operativo del *venture capitalist*, le prime due ne costituiscono l'attività tipica.

In relazione a ciò si è scelto di escludere da questo lavoro l'analisi delle tematiche connesse con le operazioni di *replacement* e *buy-out*, mentre si è ritenuto opportuno focalizzarsi sui problemi connessi con il finanziamento dell'*early stage* e della fase di sviluppo dell'impresa.

La scelta sembra coerente alla luce delle seguenti considerazioni.

La prima è che anche il finanziamento dello sviluppo, oltre che quello dell'avvio, è interessante e importante per la nostra economia, considerato che le imprese italiane scontano – come si è detto – non solo difficoltà alla nascita, soprattutto nei settori innovativi, ma anche problemi di crescita.

La seconda si ricollega all'importanza quantitativa che gli investimenti di capitale per lo sviluppo ricoprono rispetto all'*early stage* e ai *buy-outs*. Nonostante la tendenza negli ultimi anni ad un maggiore equilibrio tra singoli segmenti, tradizionalmente l'*expansion financing* è il comparto più rilevante dell'attività di *private equity*, in termini sia di numero delle operazioni sia di ammontare investiti. Inoltre, un *focus* esclusivo sull'*early stage financing* è apparso fuorviante da un altro punto di vista: questo segmento, per gli elevatissimi rischi di cui si connota, storicamente è appannaggio quasi esclusivo di operatori pubblici, anche se – pure sotto questo profilo – negli ultimi tempi tendono a emergere nuove linee di tendenza.

La terza considerazione è che dall'analisi delle regole che modellano il rapporto tra *venture capitalist* e impresa tanto nell'*early stage* quanto nella fase di sviluppo è emersa una sostanziale omogeneità di contenuto: in tutti i casi la partecipazione del *venture capi-*

(11) Le stesse associazioni di settore dei singoli paesi ed europee adottano definizioni dell'attività di *venture capital* differenti. In alcuni casi vi vengono ricomprese tutte le forme di investimento nel capitale di rischio in imprese non quotate effettuate con l'obiettivo di conseguire, in un arco temporale medio-lungo, guadagni di capitale derivanti dalla successiva dismissione della partecipazione detenuta. In altri invece l'attività di *venture capital* viene distinta da altre forme di investimento nel capitale di rischio in quanto tipicamente indirizzata a sostenere la nascita e il primo stadio di sviluppo dell'impresa. In altri ancora si distingue tra *venture capital* e operazioni di *buy-outs*.

talist è solitamente di minoranza e in tutti i casi egli tenderà a proteggere la propria posizione anche agendo dall'interno della compagine sociale, con mezzi endosocietari. In qualsiasi stadio dello sviluppo dell'impresa venga ad operare il finanziamento del *venture capitalist* l'impatto sul diritto societario avviene dunque nelle stesse forme, anche se con intensità differente.

Alcune specificità dell'*early stage* sono tuttavia mantenute e messe in luce: ciò in quanto il sostegno a iniziative imprenditoriali giovani pone in modo più diretto il problema della corretta gestione del rapporto tra investitore e impresa. Nonostante sia generalmente richiesto un minor impegno finanziario rispetto a interventi su imprese più mature, l'*early stage* comporta – come si vedrà meglio di seguito – l'assunzione da parte del *venture capitalist* di rischi maggiori connessi non solo all'ovvia incertezza sui risultati del progetto finanziato, ma anche alla difficoltà di quantificazione corretta dei rischi stessi derivante dalla presenza di forti asimmetrie informative tra l'operatore che investe e l'impresa. In sostanza è nell'*early stage* che, più che in ogni altro momento, si avverte l'esistenza di interessi contrapposti tra impresa finanziata e finanziatore.

1.2. I tratti distintivi del *venture capital*: le caratteristiche e i rischi

Così definita, l'attività di *venture capital* si connota per: le caratteristiche dell'impresa cui si indirizza l'investimento; gli strumenti utilizzati; la natura e l'intensità dei rischi assunti (12).

L'apporto finanziario del *venture capitalist* è indirizzato verso imprese non quotate, giovani o ancora da costituire, generalmente orientate a business particolarmente innovativi e ad alto potenziale di sviluppo tali da consentire, in prospettiva, un considerevole aumento del valore dell'investimento; esso generalmente assume la forma di una partecipazione di minoranza al capitale dell'impresa finanziata, spesso combinato con altri mezzi di sostegno finanziario, quali la sottoscrizione di titoli di debito, anche convertibili. L'offerta di capitale di rischio è di solito accompagnata dalla prestazione di servizi di consulenza strategica, finanziaria, di marketing e organizzativa che possono fornire un valido supporto allo sviluppo dell'impresa finanziata. L'obiettivo è quello di conseguire, in un arco temporale medio-lungo (dai 3 ai 10 anni), guadagni di capitale derivanti dalla successiva dismissione della partecipazione detenuta.

Nella fase dell'*early stage* l'intervento del *venture capitalist* può riguardare (13):

- la sperimentazione del “business” che l'impresa intende avviare (cd. *seed financing*). Il finanziamento in questo caso interviene prevalentemente a supporto dell'attività di ricerca e sviluppo volta a determinare la “bontà” dell'idea imprenditoriale (che può riguardare non solo nuovi prodotti e tecnologie o ma anche tecniche di vendita innovative), sia sotto il profilo della sua fattibilità tecnica sia sotto quello della sua convenienza economica e commerciale. I fabbisogni finanziari di questa fase non sono generalmente elevati, ma il rischio ad essi connessi è elevatissimo;

(12) Per comodità espositiva si utilizzeranno nel testo i termini:

- “imprenditore” per designare la parte (il socio o i soci) che richiede il finanziamento di *venture capital* o il management che di questa ne sono l'espressione;
- “*venture capitalist*” per individuare la parte (investitore) che fornisce il finanziamento, pur avendo presente che: i) non si tratta di individui, ma di società; ii) spesso l'intervento viene organizzato non da un singolo investitore, ma da un *pool* di investitori che investono insieme (cd. *syndacation*).

(13) Si vedano, tra gli altri, FENN, JOUNG E PROUSE (1995); SAHLMAN (1990), 473; PERRINI (1998), 32 e 33; GERVASONI E SATTIN (2000), 27.

- l'avvio della produzione (cd. *start-up financing*). In questo caso, il finanziamento è principalmente rivolto al reperimento e all'organizzazione di quanto necessario per cominciare a produrre e distribuire il prodotto. Nonostante la validità dell'idea imprenditoriale in sé sia già stata accertata, non si hanno ancora certezze circa il successo commerciale del business proposto dall'impresa: il problema finanziario è in questa fase critico, poiché a un elevato rischio si associa un impegno non trascurabile di mezzi da parte del *venture capitalist*;
- la prima fase di sviluppo (cd. *first-stage financing*): è caratterizzata da elevati investimenti diretti a proseguire la produzione e distribuzione del prodotto e per svilupparle su scala industriale. L'intervento – che richiede ingenti mezzi per il potenziamento delle strutture produttive e dei canali distributivi del prodotto – avviene in una fase dell'impresa in cui il business non è ancora consolidato e non è ancora possibile valutare appieno la validità commerciale della combinazione prodotto/mercato.

Il supporto allo sviluppo riguarda invece imprese più mature, in cui il business – superata la fase di avvio – ha bisogno di capitali per crescere. In questo caso, l'intervento del *venture capitalist* varia in funzione della soluzione organizzativa prescelta per realizzare la crescita: in caso si sia scelta la via interna (attraverso un aumento o la diversificazione dell'attività produttiva diretta), l'apporto del *venture capitalist* è prevalentemente orientato alla fornitura dei mezzi finanziari necessari, mentre l'apporto di consulenza è meno rilevante; in caso di crescita per via esterna (attraverso l'acquisto di altre imprese), invece, la proporzione è inversa: cruciale risulta l'apporto di consulenza del *venture capitalist* nella ricerca del partner industriale e meno importante quella finanziaria.

I rischi del *venture capitalist* sono dunque fisiologicamente elevati: i suoi investimenti sono tradizionalmente legati allo sviluppo di nuove idee imprenditoriali, nuovi prodotti o tecnologie non (o non completamente) sperimentate; il successo dell'iniziativa dipende in modo cruciale della capacità dell'imprenditore, spesso giovane; nella maggior parte dei casi, e soprattutto nell'*early stage*, l'impresa possiede pochi beni (se non nessuno) sui quali il finanziatore può costituire garanzie (14).

In particolare – accanto ai rischi di natura più strettamente finanziaria connessi con l'apporto di capitale di rischio o di debito (come tali non specifici del *venture capital*, ma comuni ad altre forme di finanziamento) – il *venture capital* si connota in modo particolare per la presenza di:

- un rischio “prodotto”, correlato alla natura – spesso innovativa – del business finanziato; nella fase dell'*early stage* esso si colora di particolare intensità considerato che l'intervento del *venture capitalist* riguarda un momento in cui la validità tecnica del business stesso deve essere ancora accertata;
- un rischio “mercato”, connesso alla dimensione, alla struttura della domanda del business finanziato e alla posizione dell'impresa rispetto a eventuali concorrenti; anche in questo caso, la fase dell'*early stage* risulta più delicata perché la validità commerciale del business è ancora incerta;
- un rischio “manageriale”, riconducibile – da un lato – all'incertezza sulla capacità dell'imprenditore finanziato di realizzare il business con successo e – dall'altro – al ruolo insostituibile che egli ricopre a questo fine; anche qui, nell'*early stage* questo rischio è particolarmente forte perché l'imprenditore è il “dominus” dell'idea alla base del progetto e delle sue modalità di realizzazione tecnica.

(14) È questo il motivo che nella letteratura economica viene spesso citato per spiegare l'utilizzo, da parte dell'impresa, del finanziamento in forma di *venture capital*; in particolare, la mancanza di *assets* rende difficile il ricorso all'indebitamento bancario.

In un recente libro sul *venture capital* (15) gli autori riferiscono che per gli operatori del settore sono cinque gli elementi da valutare per scegliere un'impresa su cui investire: i) il management; ii) il management; iii) il management; iv) il mercato; v) il prodotto. In questo modo si vuol sottolineare – da un lato – che “il maggiore responsabile del successo o del fallimento di un *deal* è senza dubbio il fattore umano”; che “la valutazione del profilo imprenditoriale ha un peso preponderante rispetto alla validità tecnica di un prodotto o all'esistenza di un mercato con elevati potenziali di crescita” (16). Dall'altro però mette in luce un aspetto delicato e importante – come fare per valutare l'imprenditore e per verificarne le capacità? – che, come vedremo, condiziona in modo determinante il rapporto tra *venture capitalist* e impresa, sia nella fase genetica del contratto di finanziamento, sia nella fase funzionale.

2. Gli ostacoli a una corretta quantificazione dei rischi e le soluzioni della prassi contrattuale

Nell'analisi dei rapporti tra *venture capitalist* e impresa ciò che va messo in evidenza non è soltanto la natura e l'intensità dei rischi connessi con l'operazione, ma anche e soprattutto l'esistenza di ostacoli alla loro corretta quantificazione e gestione. Accanto alla fisiologica incertezza sui risultati complessivi del business finanziato, il *venture capitalist* deve infatti fronteggiare le forti asimmetrie informative e i significativi “costi di agenzia” che connotano i suoi rapporti con l'impresa (17).

Il problema delle asimmetrie informative, come noto, è comune a qualsiasi relazione tra impresa e terzi e dunque anche tra impresa e suoi finanziatori. Tuttavia, nel *venture capital* esso si colora di particolare intensità: il carattere innovativo del business finanziato allarga sensibilmente la forbice tra le informazioni in possesso dell'imprenditore, dominus dell'idea alla base del progetto e delle sue modalità di realizzazione tecnica, e quelle che il *venture capitalist* può reperire di sua iniziativa. Il problema si pone innanzitutto nella fase genetica del rapporto di finanziamento, quando il *venture capitalist* si trova a dover valutare le incertezze circa la validità tecnica e commerciale del business e quelle relative alle capacità del management sulla base delle informazioni fornite nel *business plan* redatto dal solo imprenditore; si pone poi anche per tutta la durata del finanziamento, poiché l'intervento del *venture capitalist* non implica mai un pieno coinvolgimento nella gestione quotidiana dell'impresa, che rimane affidata all'imprenditore.

Il ruolo assolutamente fondamentale che le capacità proprie dell'imprenditore assumono per il successo delle imprese *venture-backed* mette in evidenza un ulteriore aspetto dei rapporti tra finanziatore e impresa finanziata: quello della presenza di significativi costi di agenzia e di potenziali conflitti di interesse tra questi soggetti. L'imprenditore può essere indotto a non approfondire il necessario impegno nella conduzione dell'impresa; può essere spinto, attraverso comportamenti opportunistici, ad aumentare i propri benefici privati derivanti dalla conduzione dell'impresa a scapito degli interessi dall'azionista ester-

(15) GERVASONI E SATTIN (2000).

(16) GERVASONI E SATTIN (2000), 90.

(17) La letteratura economica americana si è ripetutamente soffermata su questi problemi, su come essi connotino in modo “estremo” il rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore, e su come essi possano essere risolti o mitigati attraverso l'uso di alcune tecniche, delle quali si discute nel testo. Si vedano, in particolare i lavori di GOMPERS (1997), GOMPERS (1995), SAHLMAN (1988), LERNER (1995), TRESTER (1997), CORNELLI E YOSHA (1999), KAPLAN E STROMBERG (2000), KLAUSNER E LITVAK (2001).

no; può adottare strategie che comportino un livello di rischio non ottimale, conscio che questo è sopportato anche da terzi; in generale, può realizzare strategie significativamente diverse da quelle progettate inizialmente e concordate con il *venture capitalist*.

Gli strumenti più comunemente adottati per affrontare questi problemi incidono sulle modalità temporali di erogazione del finanziamento da parte del *venture capitalist* (attraverso un meccanismo che ne scade l'intervento in più tranches); sulla quantità e qualità dell'apporto finanziario (che non comporta quasi mai l'assunzione di una partecipazione di maggioranza né si limita alla sottoscrizione di azioni ordinarie); sull'attribuzione al *venture capitalist* di poteri di governo sull'impresa finanziata maggiori di quelli che gli spetterebbero in base alla partecipazione posseduta.

2.1. *Il finanziamento per stadi*

Gli accordi tra *venture capitalist* e imprenditore non prevedono quasi mai il conferimento di mezzi finanziari in un'unica soluzione; piuttosto, l'apporto complessivo del *venture capitalist* viene suddiviso in più *tranches*, ciascuna delle quali ancorata al raggiungimento da parte dell'imprenditore di determinati risultati obiettivi (cd. *milestones*) (18). Il *venture capitalist* non è comunque mai obbligato per l'importo complessivo, nemmeno qualora l'impresa effettivamente consegua i risultati programmati, ma conserva – a ogni stadio definito nel contratto – un'opzione in ordine alla prosecuzione del rapporto.

Questa tecnica, nota come *stage financing*, costituisce uno dei mezzi più efficaci che il *venture capitalist* possiede per ridurre le incertezze associate al successo del business finanziato, le asimmetrie informative e i costi di agenzia.

Innanzitutto, è evidente che la ripartizione per stadi riduce l'esposizione del *venture capitalist* al rischio complessivo dell'operazione, dal momento che all'operatore viene data un'opzione all'abbandono del progetto ad ogni nuovo stadio. Inoltre, il ricorso a parametri obiettivi cui ancorare la decisione in ordine alla prosecuzione del progetto può fornire un utile indicatore della probabilità di successo dell'impresa nel suo insieme. Le incertezze relative alla buona riuscita del business appaiono poi mitigate dal rilievo che ogni nuova *tranche* di finanziamento è subordinata dalla produzione – da parte dell'impresa – di informazioni specifiche sull'andamento del business, che consentono al *venture capitalist* valutazioni più precise in ordine alle probabilità di successo dell'iniziativa.

In sostanza, lo *stage financing* fornisce al *venture capitalist* uno strumento di monitoraggio sull'impresa finanziata, la cui frequenza dipende dal numero degli stadi di finanziamento individuati: ogni successivo stadio rappresenta un'occasione di verifica *ex post* della rispondenza dei risultati raggiunti a quelli programmati, che può concorrere a ridurre le asimmetrie informative nel corso del rapporto di finanziamento e a valutare la correttezza dell'operato dell'imprenditore.

Al tempo stesso, la minaccia implicita che il *venture capitalist* esercita sull'impresa attraverso il diritto di abbandonare il progetto a ogni successivo stadio (e la connessa perdita di reputazione per l'impresa nel caso in cui ciò avvenga) agisce come stimolo, *ex ante*, per l'imprenditore a comportamenti corretti ed efficienti. Questa funzione incentivante svolge un duplice ruolo: da un lato, può contribuire a diminuire le asimmetrie informative

(18) Su questo tema si vedano, tra gli altri: GOMPERS (1995), SAHLMAN, (1988); CORNELLI (1997); CORNELL-SHAPIRO (1988), MUSTILLI (1999), 209; KLAUSNER E LITVAK (2001).

nella fase genetica del contratto, dall'altro allinea gli interessi dell'imprenditore a quelli del *venture capitalist* e, quindi, concorre a ridurre i problemi di agenzia (19).

Con riferimento al primo profilo (contribuire a diminuire le asimmetrie informative nella fase genetica del contratto) lo *stage financing* può innanzitutto agire come un implicito metodo di selezione degli imprenditori più capaci, giacché solo questi sono probabilmente disposti ad accettare un sostegno finanziario legato alla performance dell'impresa: in questo modo, il rischio manageriale e la sua difficoltà di valutazione *ex ante* possono essere ridotti. In secondo luogo, il finanziamento per stadi può contribuire a rendere più trasparente e obiettiva l'informazione fornita dall'imprenditore in sede di conclusione del contratto: considerato che i parametri cui è ancorata la decisione in ordine alla prosecuzione del progetto vengono definiti sulla base dei risultati previsionali descritti nel *business plan* formato dall'imprenditore, questo avrà interesse a non sovrastimare tali risultati (considerato che il loro mancato raggiungimento determina l'abbandono del progetto da parte del *venture capitalist*) né a sottostimarli (pena un prezzo più alto dell'operazione).

Per quanto riguarda i problemi di agenzia, è chiaro che l'effetto finale ottenuto attraverso l'utilizzo del finanziamento per stadi – e cioè che la decisione in ordine alla prosecuzione del business viene riallocata, ad ogni stadio, dall'impresa al suo finanziatore – agisce come forte stimolo per l'imprenditore a perseguire politiche gestionali dell'impresa che ne massimizzano il profitto. In questo senso, esso riduce la convenienza dell'imprenditore a comportamenti opportunistici che possono pregiudicare gli interessi del *venture capitalist* (20).

Il finanziamento per stadi giova, infine, non solo al *venture capitalist* ma anche all'imprenditore. Quest'ultimo ha infatti la possibilità, attraverso tale tecnica, di minimizzare gli effetti del ricorso al capitale esterno: se i primi *rounds* di finanziamento avverranno a costi più elevati (stante il maggiore rischio connesso all'incertezza dei risultati del business finanziato), quelli successivi potranno invece essere ottenuti a costi più bassi, se l'impresa risulta profittabile (21).

(19) Una conferma del ruolo che lo *stage financing* può svolgere per ridurre le asimmetrie informative e i costi di agenzia è data da GOMPERS (1995), dove si dimostra che il numero dei *financial rounds* è maggiore negli *start-up*, nei quali tali problemi sono maggiori.

(20) Alcuni autori notano tuttavia che lo *stage financing* potrebbe non adempiere pienamente agli obiettivi di screening *ex ante* e incentivazione *ex post* degli imprenditori. Lo *stage financing*, infatti, creerebbe quello che gli economisti definiscono come un "*soft budget constraint*", che nasce dalla potenziale differenza tra ciò che è razionale obbligarsi a fare *ex ante* (nella specie: negare il successivo round di finanziamento se l'impresa non raggiunge i *milestones*) e ciò che è razionale fare *ex post* (continuare a finanziare l'impresa nonostante il mancato raggiungimento dei *milestones* se i profitti attesi sono comunque superiori alla perdita subita). Una volta finanziato il primo round, questo diventa infatti un costo non recuperabile (*sunk cost*), e pertanto il *venture capitalist* potrebbe essere indotto a continuare a finanziare l'impresa nel caso in cui il progetto finanziato sia comunque in prospettiva profittabile. "*So long as continued financing of projects is ex post profitable after earlier costs are sunk, the capital provider will have difficulty credibly committing at the outset not to refinance. Thus entrepreneurs with low-quality projects are not entirely deterred from seeking financing*", KLAUSNER E LITVAK (2001).

Altri autori mettono invece in evidenza il rischio che lo *stage financing* induca l'imprenditore a privilegiare politiche di gestione orientate al breve termine (cd. *window dressing*), anziché alla creazione di valore nel lungo periodo, proprio per essere certi del sostegno finanziario del *venture capitalist* nello stadio successivo (CORNELLI E YOSHA (1998), SAHLMAN (1998), 32).

Queste considerazioni spiegano perché lo *stage financing* non è l'unica tecnica di monitoraggio adottata, ma viene spesso abbinata ad altri meccanismi, dei quali si discute più avanti.

(21) L'imprenditore quindi si trova di fronte a un *trade-off*, da taluni descritto come "una corsa di cavallo tra paura e avidità" ("*a horse race between fear and greed*"): da un lato, egli è tentato a far ricorso nei *rounds* iniziali al capitale esterno solo per il minimo indispensabile, al fine di evitare di vendere troppe azioni a prezzi bassi; dall'altro egli è tentato a far ricorso eccessivo al capitale esterno al fine di assicurarsi la possibilità di continuare l'esercizio dell'impresa anche in condizioni avverse. Cfr. SAHLMAN (1988), 31.

2.2. La struttura quali-quantitativa dell'apporto finanziario

Nella configurazione della struttura finanziaria dell'apporto del *venture capitalist* all'impresa ci si trova davanti a una alternativa cruciale.

Da un lato, l'ammontare della partecipazione detenuta dall'imprenditore agisce come fattore di stimolo al suo impegno per la buona riuscita del business finanziato (elemento tanto più importante in presenza di costi di agenzia come quelli già sopra illustrati); una larga frazione del capitale dell'impresa deve dunque necessariamente essere lasciata all'imprenditore (22). Dall'altro, però, il minor peso della quota di capitale detenuta dal *venture capitalist* può tradursi in difficoltà a esercitare un effettivo controllo sull'impresa.

La letteratura economica, corposa sull'argomento (23), suggerisce di risolvere questo trade-off lasciando all'imprenditore la quota di maggioranza e, nel contempo, strutturando il finanziamento del *venture capitalist* in modo composito; prevedendo cioè che l'apporto finanziario non avvenga sotto forma né di azioni ordinarie né di obbligazioni, ma mediante il ricorso a particolari categorie di azioni, le c.d. *convertible preferred shares* o *convertible preferred stock*. L'uso di tale tipo di titoli può poi essere variamente combinato con la sottoscrizione di altre tipologie di strumenti (azioni ordinarie, obbligazioni – anche convertibili – etc.).

Sotto il profilo patrimoniale, il *convertible preferred stock* attribuisce al suo titolare:

- i) un dividendo privilegiato, generalmente definito in un ammontare assoluto (es. \$5 per ogni azione) o in termini percentuali rispetto al valore nominale dell'azione. Ciò che residua dopo il pagamento dei dividendi all'azionista privilegiato va tutto a favore dell'azionista ordinario; il dividendo è poi solitamente cumulativo, in modo che in caso di cessione della partecipazione o di liquidazione della società il titolare ha diritto a percepire gli eventuali dividendi maturati negli esercizi precedenti ma non distribuiti;
- ii) un privilegio nella restituzione del capitale in sede di liquidazione della società tale per cui l'azionista privilegiato ha diritto al pagamento prima che qualsiasi somma

(22) La possibilità di lasciare la quota di maggioranza all'imprenditore è facilitata, nell'ordinamento statunitense, dall'estrema flessibilità della disciplina dei conferimenti, che non prevede limiti al novero dei beni conferibili nella società. In particolare, la section 6.21 (b) del *Model Business Corporation Act* prevede che il corrispettivo delle azioni possa essere costituito da: “any tangible or intangible property or benefit to the corporation, including cash, promissory notes, services performed, contracts for services to be performed, or other securities of the corporation”, rimettendo la valutazione della congruità dei conferimenti agli amministratori. Tale disciplina rende possibile l'attribuzione di azioni a fronte dell'apporto di qualsiasi bene immateriale, quale appunto “l'idea”, il “know-how” – particolarmente rilevanti nel caso degli *start-up* tecnologici – nonché la prestazione dell'opera o servizi da parte del socio imprenditore.

Viceversa, gli ordinamenti europei, anche sulla base delle disposizioni contenute nella II direttiva societaria, non consentono conferimenti d'opera o servizi, mentre l'apporto di beni immateriali è limitato dalla necessità che questi siano in ogni caso “suscettibili di valutazione economica”. Per essendo tale nozione variamente interpretata nei vari ordinamenti, si osserva che mentre il conferimento dei diritti conseguenti a brevetti è ovunque ammessa, meno univoca è la soluzione in ordine alla conferibilità di conoscenze tecniche o professionali.

(23) Si vedano, tra gli altri: GOMPERS (1997), SAHLMAN (1988) e (1990), CORNELL (1988), CORNELLI e YOSHA (1998); TRESTER (1997); TESTA, ASHER, TODD, HESSION (1991); KAPLAN E STROMBERG (2000); SCHMIDT (2000); HELLMANN (2000).

venga corrisposta all'azionista ordinario. Il privilegio è generalmente fissato in un determinato ammontare per ogni azione, sicché l'azionista privilegiato non ha diritto all'eventuale supero attivo;

- iii) la conversione automatica dei titoli in azioni ordinarie al ricorrere di determinate circostanze, quali ad es. l'offerta al pubblico delle azioni della società finanziata (IPO) o il raggiungimento di determinati *milestones*;
- iv) un'opzione esercitabile dal titolare di rivendita dei titoli alla società allo scadere di un determinato periodo (c.d. *puttable* o *redeemable convertible preferred stock*) (24).

La pratica in uso negli Stati Uniti e nel Regno Unito conferma l'importanza di tali tipi di titoli; negli USA, in particolare, il *convertible preferred stock* è la forma di investimento più utilizzata dai *venture capitalist* (25). Nonostante la letteratura economica descriva il *convertible preferred stock* come un titolo "ibrido" di capitale e debito (il cui *pay-off* è identico a quello di un'obbligazione), è necessario rilevare che secondo gli schemi giuridici del diritto anglosassone il *convertible preferred stock* riflette le connotazioni, sia pur sfumate dall'esistenza del privilegio, proprie di un titolo azionario. La dottrina americana segnala infatti che i diritti inerenti al *preferred stock* si differenziano da quelli attribuiti ai titoli di debito considerato che: i) il dividendo, pur essendo predefinito nel suo ammontare, non può essere pagato se non a fronte di utili realmente conseguiti (26); ii) la quota spettante in sede di liquidazione della società, pur essendo anch'essa predeterminata nel suo ammontare, è privilegiata solo con riferimento agli azionisti ordinari, ma il suo pagamento è solo eventuale e presuppone il preventivo soddisfacimento dei diritti dei creditori (27) (28).

In generale, l'utilizzo del *convertible preferred stock* modifica le modalità di ripartizione del rischio/rendimento tra gli azionisti; da un lato, protegge il *venture capitalist* da eventuali *performances* negative dell'impresa, dall'altro disincentiva l'assunzione di rischi elevati da parte dell'azionista ordinario. In sostanza, il trasferimento del rischio che si ottiene attraverso l'emissione di titoli privilegiati sortisce – ancora una volta – l'effetto di allineare gli interessi dell'imprenditore a quelli del *venture capitalist*. Inoltre, si osserva

(24) Le azioni "*preferred*" ora descritte sono "*nonparticipating*", ovvero danno esclusivamente titolo a ricevere il dividendo privilegiato e la quota di liquidazione privilegiata; l'eventuale supero va a favore dell'azionista ordinario. Qualora invece le azioni privilegiate siano "*participating*", in aggiunta al dividendo privilegiato e alla quota di liquidazione, il titolare partecipa alla divisione della restante parte degli utili o del capitale secondo misure da definirsi nel contratto.

(25) Per una rassegna e un'analisi del peso rilevante del *convertible preferred stock* su un campione di imprese *venture-backed* americane si vedano KAPLAN E STROMBERG (2000), tav. 1 e TRESTER (1997).

(26) "*Unlike interest on a debt, dividends on preferred shares may be paid only from funds that are legally available for the payment of distributions*", HAMILTON (1998), 302

(27) "*Like preferred dividends, a liquidation preference is not a debt, but a claim to priority if funds are available*", HAMILTON (1998), 303.

(28) Il tema si presta invero a una serie di interrogativi – da tempo all'attenzione anche della nostra dottrina – in particolare attinenti alla distinzione tra titoli azionari e titoli di debito, all'individuazione dei connotati tipici degli uni e degli altri e alla riconducibilità all'interno di questa o di quella categoria di forme di finanziamento in cui i confini tra conferimento e prestito risultano evanescenti. Nella prospettiva dei titoli azionari si pone quindi il problema di definire i limiti entro i quali è ammessa una diversificazione dei diritti ad esse inerenti, che verrà discusso più avanti nel testo. Per un'analisi comparata ed evolutiva su tali profili si veda LAMANDINI (2001) b.

che poiché gli utili sono raramente distribuiti (29), è cruciale che il dividendo sia cumulativo, poiché questo consente al *venture capitalist* di percepire i dividendi maturati e non distribuiti in caso di liquidazione della società, mentre l'opzione di conversione dei titoli in azioni ordinarie permette al *venture capitalist* – una volta esercitata l'opzione – di beneficiare appieno della profittabilità attesa dell'impresa (c.d. “residuo”) quando questa ha manifestato le proprie potenzialità di successo (30).

L'uso di questo tipo di strumenti mette in moto un meccanismo di incentivazione (*ex post*) e di screening (*ex ante*) dell'imprenditore, variamente spiegati dalla letteratura economica (31).

La flessibilità delle *convertible preferred shares* induce l'imprenditore a comportamenti efficienti: grazie alla predeterminazione *ex ante* dei dividendi e della quota di liquidazione o del prezzo di vendita spettante al *venture capitalist*, l'imprenditore è incentivato a raggiungere risultati superiori poiché la differenza andrà tutta a suo favore (32). L'incentivo alla performance, oltre a conseguire l'effetto diretto di allineare gli interessi dell'imprenditore a quelli del *venture capitalist*, può inoltre contribuire indirettamente ad aumentare la reputazione di quest'ultimo. Inoltre, la superiorità delle *convertible preferred shares* rispetto a titoli di puro capitale o di puro debito può spiegarsi quando l'imprenditore potrebbe essere indotto a politiche di *window dressing*: se il finanziamento è effettuato per stadi, l'imprenditore potrebbe avere incentivi a creare segnali esageratamente positivi in ordine al successo dell'impresa in modo da ottenere il (o migliorare il prezzo del) successivo *round* di finanziamento. In questo caso, tuttavia, egli correrebbe il rischio che il *venture capitalist* eserciti il diritto di conversione, permettendo allo stesso di acquistare azioni ordinarie a basso prezzo e di concorrere in modo paritario alla divisione dei profitti (33).

L'effetto *screening* connesso all'utilizzo delle azioni privilegiate convertibili è sostanzialmente analogo a quello già descritto con riferimento allo *stage financing*: la circostanza che l'imprenditore sia disposto ad accettare un sistema di finanziamento “premiante” solo in caso di successo del business è per il *venture capitalist* un utile indicatore della reale capacità dell'imprenditore e della veridicità dei dati contenuti nel *business plan* dallo stesso predisposto.

2.3. La board representation e i restrictive covenants

Nei contratti di finanziamento con *venture capital* una parte importante è svolta dagli accordi tra *venture capitalist* e imprenditore volti a attribuire al primo poteri di controllo sull'impresa finanziata superiori a quelli spettanti in base alla partecipazione detenuta.

(29) Ciò per due diversi motivi: da un lato, perché negli *start-up* raramente le società hanno un utile; dall'altro perché nelle imprese più mature il *venture capitalist* non ha interesse a che l'utile venga distribuito, ma a che venga reinvestito.

(30) KLAUSNER e LITVAK (2001); si vedano anche GOMPERS (1997); KAPLAN e STROMBERG (2000), BASHA e WALZ (2001).

(31) Si veda, oltre alla letteratura citata nella nota 23, la recente rassegna di KLAUSNER e LITVAK (2001) e di BASHA e WALZ (2001).

(32) Alcuni autori notano, tra l'altro, che l'opzione di conversione innesca meccanismi incentivanti anche sul *venture capitalist*, giacché maggiore è la performance dell'impresa, maggiore è l'“*upside return*” che il *venture capitalist* conseguirà una volta esercitata l'opzione di conversione, BASHA e WALZ (2001).

(33) Si veda, su questo punto GOMPERS (1995), CORNELLI (1997), BASHA e WALZ (2001).

Questi poteri solitamente decadono automaticamente al verificarsi di determinati eventi, quali l'offerta pubblica delle azioni della società finanziata (IPO) o il raggiungimento di determinati parametri indicativi della *performance* dell'impresa (34).

Oltre a fornire al *venture capitalist* uno strumento di monitoraggio "nel continuo" dell'impresa finanziata – idoneo a ridurre eventuali comportamenti opportunistici dell'imprenditore sempre possibili nonostante la salvaguardia offerta dagli altri meccanismi sopra illustrati (35) – la stipula dei *restrictive covenants* e la loro decadenza alle condizioni descritte può essere anch'essa letta in chiave di incentivo per il socio imprenditore: se la possibilità di riacquistare il controllo deriva dal raggiungimento di determinati parametri di *performance* o dalla offerta pubblica dei titoli della società, essa crea un potente incentivo non monetario sul socio imprenditore ad accrescere il valore della società (36).

Si illustrano di seguito gli accordi (*covenants*) più comunemente utilizzati (37).

2.3.1. *La board representation (diritto di nomina e revoca dei componenti dell'organo amministrativo)*

Al *venture capitalist* è spesso attribuito il diritto di nominare un determinato numero di componenti del consiglio di amministrazione. Nella prevalenza dei casi è prevista la nomina di un certo numero (minoritario) di consiglieri, ma può anche essere contemplata la facoltà del *venture capitalist* di aumentare la partecipazione di propri elementi fino ad ottenere la maggioranza nel caso in cui si verificano determinati eventi negativi (cd. *voting switch*). In altri casi, invece della nomina è previsto il necessario assenso del *venture capitalist* sulle nomine effettuate dall'imprenditore; l'assenso può poi riguardare non solo i componenti del c.d.a., ma anche i membri del collegio sindacale, i dirigenti o altri elementi chiave dell'organizzazione aziendale. Anche la definizione dei compiti dell'amministratore delegato o del comitato esecutivo, nonché la loro eventuali successiva modifica, sono spesso assoggettate al vaglio necessario del *venture capitalist*. Al *venture capitalist* viene a volte anche attribuito il potere di revocare i membri dell'organo amministrativo nominati dal socio imprenditore (38).

Sono evidenti le finalità di simili accordi: assicurare che il *venture capitalist* possa concorrere con l'imprenditore alla definizione delle linee strategiche del business; attri-

(34) Le asimmetrie informative e i costi di agenzia sono più significativi nelle imprese *early stage*, giacché in questi casi il *venture capitalist* ha pochi elementi di giudizio sull'impresa finanziata e i rischi di fallimento sono elevati. GOMPERS (1997) segnala come i poteri di veto siano maggiori in queste imprese; KAPLAN E STROMBERG (2000) invece non trovano evidenti differenze tra *early stage* e altre imprese in ordine alla rappresentanza del *venture capitalist* nell'organo amministrativo dell'impresa finanziata.

(35) La stipula di questi accordi è infatti variamente combinata con i mezzi illustrati nei punti precedenti: cfr. KAPLAN E STROMBERG (2000); KLAUSER E LITVAK (2001).

(36) BLACK E GILSON (1998); sotto questo profilo, la presenza di *restrictive covenants* sarebbe analoga a un'opzione call sul controllo della società, esercitabile dall'imprenditore quanto la società sia sufficientemente redditizia da poter essere quotata.

(37) GOMPERS (1997); SMITH (1997); SAHLMAN (1991); LERNER (1995); HELLMANN (1998); PERRINI 1998, 123; MUSTILLI (1999), 211; KAPLAN E STROMBERG (2000); KLAUSNER E LITVAK (2001).

(38) Nell'*early stage*, si tratta generalmente dell'imprenditore stesso. Sulla reale possibilità di utilizzo di questa facoltà è scettico SMITH (1997) secondo cui il ruolo cruciale e difficilmente sostituibile svolto dall'imprenditore nelle imprese *venture-backed* costituirebbe un deterrente all'uso di tale potere. Secondo HELLMAN (1998) invece la sostituzione dell'originario management è un fenomeno frequente, anche se interviene con maggiore probabilità dopo i primi 3 anni di vita dell'impresa.

buirgli uno strumento di monitoraggio interno sull'impresa; incentivare l'imprenditore alla performance attraverso la minaccia di acquisire il controllo dell'organo amministrativo (39).

2.3.2. *I restrictive covenants (preventivo assenso del venture capitalist su alcune operazioni, di competenza dell'assemblea o dell'organo amministrativo)*

Lo statuto dell'impresa o appositi patti parasociali frequentemente dispongono che un certo numero di operazioni non possano essere deliberate senza l'assenso del *venture capitalist*; l'assenso può essere richiesto in via continuativa oppure solo al verificarsi di determinati eventi negativi. L'elenco delle operazioni che nella prassi possono richiedere questa procedura è variegato e variamente combinato; si citano quelle per le quali essa è più spesso prevista:

(39) Un'ulteriore forma di incentivazione del management può derivare dalla previsione di meccanismi retributivi legati alla performance dell'impresa attraverso piani di *stock options*. Negli Stati Uniti l'uso di questi ultimi è infatti significativamente maggiore nelle imprese *venture-backed* rispetto alle altre (HELLMANN E PURI (1999)). In Italia, l'utilizzo delle *stock options* a favore dei managers è in forte crescita (cfr. GERVASONI E SATTIN (2000), 150), anche grazie al favorevole trattamento fiscale ad essi riconosciuto dal D.lgs. 505/99.

Tuttavia, nonostante i piani di *stock options* siano riconosciuti esplicitamente, non solo dal legislatore fiscale, ma anche dalla normativa secondaria della CONSOB (cfr. da ultimo Del. 12745 del 6 aprile 2000 in materia di emittenti) e dal Codice di Autodisciplina della Borsa Italiana come strumenti di *corporate governance* tesi a assicurare l'allineamento degli interessi tra managers e azionisti, sul piano civilistico non mancano incertezze circa la loro configurabilità. Al di là della considerazione che la disciplina del diritto di opzione prevista dall'art. 2441 c.c. è ritagliata nel nostro ordinamento per una sottoscrizione immediata dei titoli offerti in opzione e non invece per l'ipotesi – tipica dei piani di *stock options* – di sottoscrizione differita nel tempo (sul punto, si veda ACERBI (1998), 1212), il problema maggiore riguarda la possibilità di attivare l'ipotesi di esclusione del diritto di opzione previsto dal comma 8 dell'art. 2441 per i casi di *stock options* c.d. selettive: quelle cioè riservate non a tutti i dipendenti, ma solo ai managers. La giurisprudenza, anche recente (cfr. APPELLO TORINO 23 OTTOBRE 2000) nega questa possibilità sulla scorta della considerazione che il trattamento più favorevole previsto dal comma 8 dell'art. 2441 si spiega esclusivamente alla luce "dell'interesse generale volto a perseguire il fenomeno del c.d. "azionariato operaio"" e non può invece "ridursi esclusivamente all'intento della società di "fidelizzare" e incentivare i dipendenti o taluni di essi ritenuti particolarmente significativi nel processo produttivo", mentre l'applicazione del comma 8 è sostenuta dalla dottrina, pur con qualche autorevole opinione contraria (cfr. JAEGER E DENOZZA (2000), 511). Al riguardo, si osserva che la tesi giurisprudenziale non si traduce nella illegittimità assoluta delle *stock options* selettive (cfr. APPELLO TORINO 23 GENNAIO 2001), ma nella loro riconducibilità, anziché all'ipotesi di esclusione del diritto di opzione prevista dall'art. 2441, comma 8, a quella disciplinata dai commi 5 e 6. La conseguenza di questa impostazione consiste, oltre che nel maggiore quorum richiesto per la delibera assembleare di esclusione, nella necessaria dimostrazione della sussistenza di un interesse sociale e nella fissazione di un sovrapprezzo.

Ulteriori problemi potrebbero inoltre derivare qualora si ritenesse che l'art. 2438 c.c. ("non si possono emettere nuove azioni fino a che quelle emesse non siano interamente liberate") impedisse che, in presenza di una delibera di aumento di capitale non attuata (alla quale cioè non è neppure seguita la sottoscrizione e il versamento dei tre decimi), non possano deliberarsi nuovi aumenti. In questo caso, la delibera di aumento del capitale con opzione ai dipendenti da esercitarsi dopo un periodo medio-lungo impedirebbe che nel frattempo vengano deliberati altri aumenti di capitale, con effetti evidentemente paralizzanti sulla capacità di approvvigionamento dei mezzi finanziari da parte della società. Questa tesi, pure isolatamente sostenuta, è tuttavia negata dalla dottrina maggioritaria e dalla prevalente giurisprudenza.

Sotto altro punto di vista si osserva che la giurisprudenza e la dottrina contraria alle *stock options* selettive hanno tuttavia affrontato questo tema con riferimento ai piani che prevedano l'attribuzione ai *managers* di diritti di opzione per la futura sottoscrizione di azioni di nuova emissione e non anche per quelli in cui il diritto di opzione attenga al futuro acquisto di azione proprie della società, consentite nei limiti dell'art. 2358, ult. comma.

Sul tema relativo ai profili di diritto societario delle *stock options* si rinvia a ACERBI (1998); TROIANO E VANETTI (2000); D'AGOSTINO (2000); MONTALENTI (2001)).

- aumenti di capitale, emissione di obbligazioni o altri titoli di debito, distribuzione di azioni gratuite, fusioni, scissioni, cessioni di rami di azienda, modifica dell’oggetto sociale;
- approvazione del bilancio, destinazione dell’utile, pagamento di dividendi;
- apertura o chiusura di succursali o di uffici; acquisto o vendita di partecipazioni in società controllate; acquisto di partecipazioni in altre società; assunzione di debiti superiori a determinate soglie, concessione di garanzie, acquisto e vendita di beni della società eccedenti determinate soglie; conclusione di contratti che comportino il diritto della società a ricevere o il dovere di pagare somme eccedenti determinati importi, approvazione del *business plan* o modifiche al medesimo (40).

3. La c.d. way out e le clausole limitative del trasferimento

Come si è detto all’inizio, l’orizzonte temporale del *venture capitalist* varia dai 3 ai 10 anni, essendo il suo scopo quello di conseguire *capital gains* derivanti dal rapido sviluppo dell’impresa finanziata. Tuttavia, la circostanza che l’impresa finanziata non sia quotata e che la partecipazione del *venture capitalist* sia di minoranza rende particolarmente delicata e rischiosa la fase dell’exit; per questo motivo la prassi contrattuale ha sviluppato l’uso di tecniche di protezione contro il rischio di illiquidità dell’investimento che consentono al *venture capitalist* di rivendere la propria partecipazione al socio imprenditore allo scadere del periodo o, in generale, garantiscono un *exit* quando non siano disponibili le modalità di uscita “classiche”, i.e.: offerta pubblica di vendita delle azioni (cd. *IPO*) o vendita ad altro investitore (cd. *trade sale*) (41).

Ulteriori problemi si pongono poi con riferimento alle “vie d’uscita” disponibili all’imprenditore e alla necessità che queste vengano limitate o subordinate all’assenso del *venture capitalist*: ciò sia perché – come si è già detto – le capacità personali del partner industriale assumono un ruolo assolutamente fondamentale, sia perché la cessione a terzi della partecipazione (di controllo) di quest’ultimo ha evidenti effetti sul valore dell’interesse del *venture capitalist*; sia infine perché se i *restrictive covenants* descritti nel pa-

(40) Da questa breve rassegna emerge che la letteratura economica sul *venture capital* si focalizza – per i motivi che si è detto – sull’obiettivo di evitare comportamenti opportunistici dell’imprenditore finanziato a danno del *venture capitalist* e le soluzioni sopra illustrate rispondono precisamente a questo problema.

Tuttavia, la costruzione del rapporto tra le parti secondo le linee descritte potrebbe far sorgere il problema opposto, e cioè consentire comportamenti opportunistici da parte del *venture capitalist* a danno dell’imprenditore: si pensi ad esempio, alla minaccia di subordinare i successivi round di finanziamento a un prezzo ingiustificatamente basso o di licenziare i managers semplicemente per sostituirli con altri che chiedano un salario più basso. L’evidenza americana mostra tuttavia che questo rischio non sussiste e che i *venture capitalists* non si comportano in modo opportunistico nonostante la presenza di clausole permetterebbe loro simili atteggiamenti. Secondo alcuni (BLACK E GILSON (1998)) tale risultato è spiegabile alla luce dell’esigenza, per i *venture capitalists*, di mantenere alta la propria reputazione in modo da attrarre nuove richieste di finanziamento da parte delle imprese più meritevoli. Questa tesi postula l’esistenza di un mercato concorrenziale degli operatori di *venture capital*, nonché la capacità della comunità delle imprese di distinguere tra comportamenti giustificati e comportamenti opportunistici del *venture capitalist*, capacità che, secondo altri (KLAUSNER E LITVAK (2000)), potrebbe non essere agevole per un outsider. Negli USA tuttavia, la concentrazione geografica dell’attività dei *venture capitalist* in alcune aree (Silicon Valley, Boston, Massachusetts, Texas) aumenta l’incentivo reputazionale a evitare comportamenti scorretti.

(41) Cfr. su questi temi: EVCA (1999); STROUD E VANHAERENTS (1999); EVCA (1997) b; GERVASONI E SATTIN (2000); KLAUSNER E LITVAK (2001).

ragrafo precedente vengono previsti attraverso patti parasociali (che vincolano solo le parti) la necessità di limitare il trasferimento delle azioni a terzi costituisce un elemento imprescindibile per il *venture capitalist*.

In relazione a quanto sopra, la prassi contrattuale solitamente prevede, in via alternativa o congiunta:

- il divieto di alienazione della partecipazione da parte del socio imprenditore, spesso accompagnato da clausole che assicurano invece al *venture capitalist* la possibilità di vendere a terzi l'intera società finanziata obbligando il socio suddetto a cedere la propria partecipazione (c.d. *come-along* o *drag-along rights*);
- clausole che limitano il trasferimento della partecipazione del socio imprenditore. Tra queste, oltre alle clausole di prelazione, i diritti c.d. di co-vendita (*piggy-back* o *tag-along rights*) attraverso i quali il socio imprenditore si obbliga a far sì che, in caso di vendita totale o parziale della propria partecipazione a terzi, il *venture capitalist* possa partecipare all'operazione alle medesime condizioni, pro-quota o addirittura vendendo prioritariamente i propri titoli;
- emissione di opzioni *put* o *put and call*: attribuiscono al *venture capitalist* il diritto di vendere al socio imprenditore la propria partecipazione dopo un determinato periodo a un prezzo prefissato (in termini assoluti o mediante la definizione di criteri per la sua determinazione) (*put*) se l'impresa non ha raggiunto determinati parametri di *performance* (c.d. *milestones*) o non è abbastanza profittevole per procedere all'offerta pubblica di vendita delle sue azioni o la vendita ad altro investitore (42);
- il diritto del *venture capitalist* di recedere dalla società e di ottenere il rimborso delle proprie azioni, ad un prezzo prefissato, una volta trascorso un determinato periodo di tempo se la società non è abbastanza profittevole per realizzare l'offerta pubblica delle proprie azioni o la vendita ad altro investitore .

4. Il diritto italiano di fronte alla prassi

4.1. Le opzioni teoriche disponibili

È possibile – e con quali eventuali limiti – adottare in Italia un regolamento di interessi tra *venture capitalist* e impresa secondo le linee appena descritte?

Per rispondere a questa domanda è necessario analizzare separatamente i problemi che sorgono quando si tenta di ricondurre al vigente diritto delle società per azioni le categorie di strumenti – *stage financing*, struttura quali-quantitativa dell'apporto, *restrictive covenants*, regole di *exit* – illustrate nel capitolo precedente. In particolare, mentre l'utilizzo del primo di questi (*stage financing*) non sembra porre problemi, la possibilità di adottare gli altri pone all'attenzione una serie di temi cruciali e controversi del nostro diritto societario.

Le indicazioni in ordine alla struttura qualitativa ottimale del finanziamento, che inducono a preferire rispetto alle azioni ordinarie l'uso delle *convertible preferred shares*,

(42) A questa clausola può essere abbinato il correlativo diritto del socio di maggioranza di acquistare, sempre a prezzo prefissato, la partecipazione del *venture capitalist* (*call*) qualora l'impresa abbia invece raggiunto i parametri predefiniti.

schiedono nel nostro ordinamento il tema della disciplina della raccolta in titoli delle società per azioni e degli eventuali limiti posti alla creazione di categorie di azioni.

In tema di *restrictive covenants*, l'attribuzione al *venture capitalist*, azionista di minoranza, di un diritto di nomina dei membri degli organi sociali e di un potere di veto sulle materie sopra illustrate comporta una deroga alla competenza dei soci di maggioranza al potere di gestione (diretto o tramite il c.d.a) della società e va valutata alla luce del rapporto tra regole del diritto societario e autonomia statutaria e contrattuale nella disciplina dei diritti di *voice*. Da un punto di vista puramente teorico, l'attribuzione di questi diritti/poteri potrebbe avvenire secondo quattro diversi modi:

- A) creazione di una categoria di azioni che (oltre al privilegio di tipo patrimoniale) conferiscano al titolare l'esercizio di quei diritti e/o poteri;
- B) previsione di clausole statutarie "ad personam", che consentano l'attribuzione diretta al *venture capital* dei quei diritti e/o poteri;
- C) rafforzamento dei quorum necessari per le delibere assembleari e del c.d.a., in modo da attribuire al *venture capitalist* quei diritti e/o poteri indirettamente;
- D) stipula di patti parasociali.

Per quanto riguarda infine la disciplina della *way out* e delle clausole limitative del trasferimento delle partecipazioni, la loro configurabilità secondo le linee precedentemente illustrate mette in discussione il rapporto tra regole del diritto societario e autonomia statutaria e contrattuale nella disciplina dell'*exit*. In questo caso, le possibili opzioni sono la previsione per statuto e la previsione per patto parasociale (43).

Indipendentemente dalla concreta percorribilità nel nostro ordinamento di ciascuna delle opzioni illustrate – percorribilità, come vedremo, limitata – si osserva che queste opzioni, pur essendo tra di loro succedanee sotto il profilo dei risultati che possono realizzare, non lo sono invece con riferimento al grado di tutela che esse possono apprestare.

Infatti, mentre la soluzione sub A) – e cioè la creazione di una categoria di azioni il cui attributo qualificante consista nel conferimento di quei diritti/poteri – attribuisce un grado di protezione "massima", in quanto rende indisponibile quegli stessi diritti/poteri senza il consenso del loro titolare (o meglio dei titolari delle azioni facenti parte della categoria), l'inserimento di clausole statutarie costitutive di diritti o poteri minoritari ulteriori

(43) Viene invece scartata anche da un punto di vista teorico la possibilità di configurare le tecniche agevolative dell'*exit* come diritto inerente al titolo azionario. L'ipotesi – pur presente in alcuni paesi (si è già fatto cenno, in particolare, all'uso negli USA delle *puttable convertible preferred shares*) – sembra non immaginabile nel vigente diritto italiano. Invero, l'art. 2357 bis – rubricato "casi speciali di acquisto delle proprie azioni" – prevede la possibilità per la società di acquistare azioni proprie, anche in deroga alle limitazioni poste dalla norma generale dell'art. 2357, quando "l'acquisto avvenga in esecuzione di una delibera di riduzione del capitale da attuarsi mediante riscatto e annullamento delle azioni". Mentre in dottrina la norma è stata interpretata (anche prima della riforma introdotta con il d.p.r. 30/88 attuativo della II direttiva societaria) in senso estensivo, ricomprendendovi qualsiasi caso in cui la società acquisti azioni proprie con lo scopo di annullarle, il riferimento al concetto di "riscatto" è sempre stato inteso come "acquisto che prescinde dalla volontà dell'alienante", possibile attraverso una clausola statutaria che lo autorizzi. Così, ad esempio, è possibile che "lo statuto della società stabilisca che certe azioni (le quali devono essere individuate almeno come categoria o tipo) siano soggette a riscatto automatico, a date prestabilite (il riscatto potrà poi avvenire al valore nominale o a prezzi determinati: ad esempio, valore contabile, valore di borsa, valore di mercato stabilito per arbitraggio)"; NOBILI E SPOLIDORO (1993), 416. Pur essendo tale fattispecie di indubbio rilievo per il *venture capitalist*, si osserva tuttavia che essa è significativamente diversa da quella prospettata nel testo, dove il riscatto delle azioni costituirebbe un diritto potestativo non della società, ma del *venture capitalist*. Cfr. NOBILI E SPOLIDORO (1993), 414; CARBONETTI (1988), 160; NOBILI (1987), 777; FRÈ (1997), 403. Sull'ammissibilità della clausola di riscatto non finalizzata all'annullamento delle azioni, si veda tra gli altri, PRESTI (1983).

o più intensi rispetto a quelli forniti dalla legge – soluzioni B) e C) – potrebbe rivelarsi non altrettanto efficace: la maggioranza potrebbe infatti sopprimere o a modificare quei diritti, attraverso una modifica statutaria delle clausole che li prevedono. Né potrebbe essere sufficiente, per assicurare alla minoranza la preservazione delle clausole, prevedere separatamente quorum assembleari più elevati in modo da attribuire nei fatti alla minoranza un potere di veto per la modifica ciascuna di esse (c.d. *superquorums* o *supermajorities*): a meno che lo statuto non preveda un potere di blocco del *venture capitalist* su qualsiasi modifica statutaria, “rimarrebbe comunque aperta alla maggioranza, con la sola osservanza del quorum deliberativo di legge, la possibilità di modificare quella parte di ogni singola clausola contenente il regime particolare di auto-protezione della clausola stessa. In altre parole: senza un sostanziale potere di blocco rispetto a ogni modifica statutaria, rischia di rivelarsi illusorio (perché esso stesso modificabile con le maggioranze di legge) ogni regime deliberativo particolare, previsto come specifica cintura di sicurezza attorno a determinate clausole, in sé e per sé considerate” (44).

L’ultima soluzione, quella che riguarda l’adozione di patti parasociali appresta – come noto – tutela ancora minore, considerata l’efficacia meramente obbligatoria dei patti (45).

In tale contesto, la valutazione del grado di efficienza del nostro ordinamento societario e della sua capacità di recepire le istanze rappresentate dal *venture capitalist* non implica solo l’indagine circa la possibilità di adottare quel “regolamento di interessi” suggerito dalla letteratura economica e seguito dalla prassi di altri paesi, ma presuppone anche un esame degli strumenti a disposizione delle parti idonei a conseguire tale risultato e del grado di protezione che essi riconoscono. Ai nostri fini, cioè, non basta rispondere alla domanda se quelle soluzioni sono percorribili, ma appare necessario indagare sul come esse possano essere concretamente adottate, posto che le diverse opzioni possibili danno un diverso grado di tutela.

Sotto questo profilo, una breve anticipazione dei risultati di questo lavoro può forse essere utile. Se dall’analisi delle alternative *teoricamente* possibili, sopra brevemente illustrata, ci si sposta a quella che guarda in concreto al nostro ordinamento, ci si accorge che le alternative *realmente* possibili sono solo due: come sarà illustrato più avanti, la strada più sicura – cioè quella di attribuire al *venture capitalist* diritti e poteri attraverso la creazione di particolari categorie di azioni – non è percorribile nel nostro ordinamento né è percorribile la soluzione di “second best”, cioè quella riconoscere al *venture capitalist* diritti statuari “ad personam”. Differentemente che in altri ordinamenti, la scelta rimane dunque confinata tra soluzioni non ottimali per il *venture capitalist* e, come vedremo, non prive di incertezze.

4.2. *La struttura quali-quantitativa dell’apporto finanziario*

La disciplina positiva delle s.p.a. (art. 2348, comma 2) espressamente prevede la facoltà di creare “categorie di azioni fornite di diritti diversi” sia in sede di costituzione della

(44) CERRAI E MAZZONI (1993), 413. Proseguendo in questo discorso, gli autori notano: i) che la facoltà di modifica con i soli quorum di legge di clausole statuarie per le quali lo statuto preveda particolari maggioranze non esclude la possibilità di ravvisare in concreto un’illeceità nell’esercizio del potere di modifica sotto il profilo dell’abuso del potere di maggioranza; ii) ma che un conto è che la maggioranza sia priva del potere di modificare tali clausole e un conto è, invece, che questo potere vi sia e sia eventualmente sindacabile sotto il profilo dell’abuso.

(45) La tesi dell’efficacia solo obbligatoria dei patti parasociali è, come noto, assolutamente dominante in dottrina e giurisprudenza.

società, attraverso una previsione dell'atto costitutivo, sia successivamente, attraverso una modifica dello stesso atto.

Dottrina e giurisprudenza sono concordi nel riconoscere che la norma conferisce alle società per azioni un'ampia autonomia statutaria sul fronte della diversificazione degli strumenti di raccolta di capitale di rischio (46); tuttavia, mentre è comunemente condivisa la considerazione che sta alla base di questa riconosciuta libertà di emissione – e cioè che le categorie di azioni espressamente disciplinate dalla legge (azioni privilegiate, a voto limitato, a risparmio, di godimento ecc.) non costituiscono un numero chiuso, ma rappresentano solo un'elencazione esemplificativa – maggiori incertezze si riscontrano con riferimento ai limiti che tale autonomia statutaria incontra nella vigente disciplina.

Infatti, se si escludono i pochi espressi vincoli previsti dal codice civile per il caso in cui la limitazione – o il privilegio – riguardi i diritti di voto (art. 2351, commi 2 e 3), manca un'individuazione chiara e univoca dei limiti alla libertà di emissione di azioni atipiche; manca anche, nel nostro ordinamento societario, un'esplicita indicazione delle norme ritenute inderogabili nella disciplina delle s.p.a., che non consente di ricavare nemmeno indirettamente un vincolo in tema di categorie azionarie (47).

(46) Cfr. ANGELICI (1985), 285; RORDORF (1994), 1416; BIONE (1991), 49; FERRI (1989), 466; GUGLIELMUCCI (1982), 885; ANGELICI (1991), 6; GAMBINO (1979), 378.

(47) Le posizioni di dottrina e giurisprudenza solitamente guardano in modo separato alle limitazioni (o i privilegi) che insistono sui diritti patrimoniali, a quelle attinenti ai diritti amministrativi nonché alle interazioni tra le due categorie. Con riferimento alla diversificazione dei *diritti patrimoniali* la necessità di rispettare il divieto di patto leonino costituisce un limite sul quale è concorde dottrina e giurisprudenza, salvo poi a dare interpretazioni diverse quanto al contenuto del divieto stesso e ai suoi concreti impatti sulla libertà di diversificazione azionaria. Cfr. in dottrina: particolare FRÈ (1997), 229; BIONE (1991), 50; ANGELICI (1991), 6; GASPERONI (1958), 185; DALMARTELLO (1979), 372; GAMBINO (1979), 379; JAEGER (1979), 383; GUGLIELMUCCI (1982), 886; VISENTINI (1959), 987; TEDESCHI (1980), 834; CASELLI (1980), 683; GROSSO (1999), 63.

Per la giurisprudenza di legittimità cfr. CASS. 29 OTTOBRE 1994, N. 8927; per quella di merito cfr. TRIB. UDINE 25 NOVEMBRE 1981 e 10 APRILE 1981; TRIB. TRIESTE 2 GIUGNO 1994; TRIB. UDINE 23 GENNAIO 1993 e TRIB. UDINE 5 DICEMBRE 1997.

Per quanto attiene ai *diritti amministrativi*, è opinione diffusa che la possibilità di diversificazione sia assai meno ampia rispetto ai diritti patrimoniali, considerati gli espliciti vincoli previsti dal codice in materia di diritti di voto. Questi da un lato, pongono limiti alla diversificazione “verso l'alto” – non ammettendo le azioni a voto plurimo – e dall'altro subordinano la diversificazione “verso il basso” (e cioè l'emissione di azioni a voto limitato) ad un accrescimento dei diritti patrimoniali. GROSSO (1999), 106; ANGELICI (1991); BIONE (1991), 50, che esplicitamente richiama la regola della necessaria proporzionalità tra potere e rischio come limite implicito della possibilità di diversificare verso l'alto i diritti amministrativi.

Tuttavia, al di là delle ipotesi sopra enunciate (divieto di patto leonino, limiti alla diversificazione dei diritti di voto) il problema viene impostato e risolto in termini generici, facendosi riferimento alla circostanza che:

- “l'autonomia privata [...] non comprende [...] né la possibilità di attribuire alle azioni poteri e diritti diversi da quelli tipici, né la possibilità di escludere i caratteri tipici non essenziali in altri casi oltre quelli indicati dalla legge” (VISENTINI (1959), 983)
- “la disuguaglianza e la diversità dei diritti non possono superare certi limiti” (GASPERONI (1958), 185);
- “la posizione dell'azionista, per quanto diversificata, non deve contraddire il significato societario della sua partecipazione” (ANGELICI (1991); “il problema dell'individuazione delle categorie di azioni ammesse va risolto alla luce di criteri interpretativi “di massima” (ANGELICI (1992), 124).

Quanto all'interrelazione tra diritti amministrativi e diritti patrimoniali, dottrina e giurisprudenza si sono più volte interrogate circa l'esistenza o meno, nel nostro ordinamento, di un principio implicito di bilanciamento tra diritti patrimoniali e amministrativi in modo da rendere necessario, in caso di privilegi azionari riguardanti la prima categoria di diritti una compressione della seconda. Lo spunto nasce, da un lato, dal principio di uguaglianza dei soci (e delle azioni) che – posto in capo alla norma in tema di diversificazione azionaria (art. 2348) – ne informa tutta la disciplina e, dall'altro, dalle disposizioni in tema di azioni a voto limitato e azioni a risparmio (art. 2351 c.c.; art. 1/15 L. 216/74 e ora art. 146 T.U.F.) che subordinano la compressione del diritto di voto a un rafforzamento dei diritti patrimoniali. Su questo punto, si rinvia a quanto verrà detto più avanti nel testo e nelle note 71 e 72.

Riportando il discorso su un terreno più vicino alla nostra indagine, sembra importante impostare il tema dei possibili limiti alla diversificazione azionaria distinguendo in relazione alla natura del diritto oggetto del privilegio: in questo paragrafo verrà analizzata la possibilità o meno per il *venture capitalist* di apportare capitale di rischio attraverso la sottoscrizione di azioni che presentino, sotto il profilo patrimoniale, caratteristiche simili a quelle descritte per le *convertible preferred shares*, mentre il tema azioni privilegiate nei diritti amministrativi verrà affrontato nel paragrafo successivo, quando si tratterà dei *restrictive covenants*.

Le domande cui si intende ora rispondere sono le seguenti:

- Sono ammesse dall'ordinamento vigente azioni privilegiate nella ripartizione degli utili – convertibili in azioni ordinarie – in cui il privilegio sia determinato sulla base di un importo fisso?
- È possibile prevedere un dividendo cumulativo?
- Sono ammesse dal nostro ordinamento azioni con priorità nel rimborso in sede di liquidazione rispetto agli azionisti ordinari, che attribuiscono al titolare il solo diritto al pagamento di una somma determinata, senza che questi possa concorrere alla ripartizione dell'eventuale supero attivo?

Da un punto di vista di ordine generale, nell'osservare che la facoltà di emettere azioni privilegiate nella distribuzione degli utili e nel rimborso del capitale (o del patrimonio netto risultante dalla liquidazione) è espressamente prevista dal codice civile (artt. 2351, comma 2 e 2350), si pone il problema di capire fino a che punto – secondo il nostro ordinamento – possa spingersi l'autonomia statutaria nella attribuzione di privilegi di tipo patrimoniale; quale sia il limite che tale autonomia incontra, oltrepassato il quale l'azione – per i privilegi ad essa attribuiti – non può più essere considerata tale.

Come si è già accennato (cfr. nota 47), dottrina e giurisprudenza sono concordi nel ritenere che il contenuto patrimoniale dell'azione sia liberamente modellabile dagli statuti senza alcun altro vincolo se non quello derivante dalla necessità di rispettare il divieto di patto leonino (48). Questa impostazione, oltre a garantire la presenza di corretti incentivi sui soci alla gestione efficiente della società (49), si giustifica anche alla luce degli orientamenti volti a riconoscere nella presenza di un rischio di impresa l'elemento distintivo e ultimo dei titoli azionari. La stessa ricorrenza delle ipotesi che risultano in contrasto con il divieto di patto leonino sembra limitata nella più recente giurisprudenza di legittimità (50) ai soli casi in cui il privilegio si traduca in una esclusione "assoluta e costante" dalla partecipazione agli utili, alle perdite o da entrambi; in questa prospettiva non rileverebbe invece la previsione di clausole che comportino una graduazione (per quanto intensa) della ripartizione dei rischi e degli utili differente dalla quota di partecipazione sociale.

(48) Il principio trova un corollario nel divieto di distribuzione di utili non realmente conseguiti che – nella prospettiva che qui interessa, e quindi a prescindere dalla tutela del patrimonio sociale cui la norma indubbiamente adempie – si traduce nell'inammissibilità di azioni che garantiscano sempre e comunque un dividendo.

(49) Si vedano su questo punto, tra gli altri, ABRIANI (1994) e, per un'analisi anche storica del divieto di patto leonino e degli obiettivi economici ad esso sottesi TORSELLO (2000).

(50) CASS. 29 OTTOBRE 1994, N. 8927; CASS. 21 GENNAIO 2000, N. 642; ma si veda anche il lodo del collegio arbitrale composto da Minervini, Cuffaro e Giorgianni del 7 aprile 2000.

In relazione a ciò, si ritiene che – con riferimento all’ipotesi di privilegio nella ripartizione degli utili – il quesito relativo alla possibilità che esso venga determinato in un ammontare fisso debba essere risolto in senso positivo, purché tuttavia la relativa clausola statutaria sia formulata nel rispetto dei limiti sopra richiamati. In particolare: i) l’ammontare del privilegio non deve essere fissato in misura talmente elevata da rendere ragionevolmente impossibile *ex ante* che la categoria delle azioni ordinarie possa conseguire alcunché, poiché in questo caso la clausola violerebbe il divieto di patto leonino (51); ii) sebbene predefinito nel suo ammontare, il dividendo deve essere distribuito a fronte di utili realmente conseguiti e non deve invece trattarsi di dividendi fissi alla cui corresponsione l’impresa sarebbe tenuta indipendentemente dal suo risultato reddituale (52). Nella prassi statutaria azioni a dividendo privilegiato predefinito (denominate azioni di priorità) appaiono quelle più comunemente utilizzate; l’eccedenza rispetto all’ammontare attribuito all’azionista privilegiato può poi essere ripartito tra azionisti privilegiati e ordinari secondo proporzioni stabilite nello statuto oppure essere attribuita esclusivamente agli azionisti ordinari (53).

Anche la previsione della facoltà di conversione di azioni di una categoria in un’altra è conosciuta alla prassi societaria, alla nostra giurisprudenza e dottrina (54).

(51) Cfr. ANGELICI (1992), 124; FRÈ (1997), 228 e 230; GROSSO (1999), 64; FERRARA - CORSI (1994), 456; BIONE (1991), 56; MIGNOLI (1960) 97; CASELLI (1980), 685; ABRIANI (1994), 125, che per il caso in esame utilizza la metafora del “patto giraffino”. “La giraffa ha infatti la prerogativa di attingere lei sola alle foglie della parte più alta dell’albero. Qualora però anche la parte bassa fruttifichi gli altri animali potranno cibarsene. Tuttavia, se a causa delle caratteristiche delle piante o delle particolari condizioni climatiche della savana, si appura che sono sempre e soltanto le parti superiori a fruttificare, la giraffa assumerà le sembianze del leone (e la clausola relativa dovrà ritenersi nulla)”.

(52) Cfr. ANGELICI (1992), 124. La possibilità di emettere azioni “a dividendo garantito” è, tra l’altro, preclusa dall’art. 2433, comma 2 - che vieta la distribuzione di utili non realmente conseguiti.

(53) Cfr. FONTANA (1976); BIONE (1991), 56, nota 36.

(54) Cfr. FONTANA (1976); TRIB. MILANO 9 MARZO 2000; COSTA (1983); TRIB. MILANO 15 LUGLIO 1982; GROSSO (1999), 178; D’ALESSANDRO (1990). In aggiunta ai riflessi che l’esercizio della facoltà di conversione può avere sul capitale sociale quando il rapporto di conversione tra le azioni di diverse categorie non sia alla pari, la dottrina e la giurisprudenza si sono interrogate soprattutto sulle modalità di tutela dei diritti inerenti alle categorie azionarie interessate dalla conversione quando questa non sia prevista fin dall’origine, ma venga disposta successivamente attraverso una delibera assembleare. In particolare, mentre nel caso in cui la conversione fosse prevista *ab origine*, non vi sarebbe alcun pregiudizio né per i titolari delle azioni convertibili (nel caso di specie: le azioni privilegiate), né per quelli della categoria nella quale viene effettuata la conversione (nella specie: le azioni ordinarie) in quanto non si sarebbe in presenza di una modifica delle condizioni originariamente pattuite, qualora invece la conversione venisse disposta successivamente sorge il dubbio se, e in presenza di quali condizioni, essa debba essere approvata dalle assemblee speciali (art. 2376) raggruppati ciascuna categoria. A quest’ultimo riguardo, mentre è condivisa l’opinione che l’approvazione da parte dell’assemblea speciale degli azionisti che perdono o vedono limitato il privilegio sia necessaria solo quando la conversione sia forzata e non quando essa sia volontaria, più controversa è la questione relativa alla necessità che la conversione sia approvata anche dall’assemblea speciale degli azionisti ordinari; il tema si ricollega alla natura del pregiudizio (diretto, indiretto o di fatto) che si assume alla base dell’art. 2376; su tali temi si vedano, oltre ai riferimenti già citati in questa nota, COSTI (1990).

Sul punto è necessario sottolineare che se, nel caso del *venture capital*, fosse necessaria l’approvazione del socio imprenditore per l’esercizio della facoltà di conversione da parte del *venture capitalist*, la concreta possibilità di attivare questa facoltà risulterebbe seriamente compromessa. Occorre infatti considerare che – come si è avuto modo di segnalare nel testo – questa facoltà viene esercitata quando l’impresa è profittevole, al fine di consentire al *venture capitalist* di beneficiare del positivo apprezzamento del valore delle azioni, diluendo la quota spettante al socio imprenditore. In proposito, si segnala peraltro che la necessità di un consenso del socio di maggioranza sembra esclusa dalla circostanza che la facoltà di conversione attribuita al *venture capitalist* è pattuita fin dall’inizio come condizione del finanziamento erogato.

Né pare vi siano preclusioni alla possibilità di prevedere un diritto al dividendo cumulativo, attraverso la distribuzione di riserve formate con accantonamento degli utili non distribuiti negli anni precedenti (55).

Più problematica è invece la posizione del socio derivante dalla presenza di un privilegio, predefinito nel suo ammontare, sul patrimonio risultante dalla liquidazione. In questo caso, infatti, l'azionista avrebbe diritto al pagamento di una somma di denaro prima che alcunché venga corrisposto agli altri soci, ma non avrebbe diritto alla distribuzione dell'eventuale supero attivo. E se è vero che comunque anche la corresponsione di quell'ammontare è "fisiologicamente solo eventuale" (56) in quanto subordinata alla presenza di fondi sufficienti dopo la soddisfazione di tutti i creditori, è altrettanto vero che la predeterminazione dell'ammontare dovuto al socio e l'esclusione dello stesso dal riparto di eventuali ulteriori somme sembra sfumare, fino ad annullarla, la connotazione del titolo come pretesa sul residuo dell'impresa, che è alla base della nozione di azione (57).

Ulteriori dubbi sorgono poi con riferimento alla circostanza che le clausole in esame limitano l'esposizione del socio alla partecipazione alle perdite, sia *durante societate*, sia in sede di ripartizione del patrimonio di liquidazione. L'ammissibilità di simili privi-

(55) Cfr. COLOMBO (1994), 518; FONTANA (1976), 522; FRÈ (1997), 229; BIONE (1991), 56; TEDESCHI (1980), 837. L'esplicita ammissibilità del dividendo cumulativo, seppure per un tempo limitato, era sancita con riferimento alle azioni di risparmio nell'art. 15 L. 216/74, laddove si prevedeva che quando il dividendo assegnato alle azioni fosse stato inferiore a quello previsto dalla legge o dallo statuto la differenza dovesse essere computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi.

(56) Il termine è preso da LAMANDINI (2001) b, secondo il quale la linea di confine tra titoli di capitale e titoli di debito viene, tra l'altro, tracciata nella presenza di un diritto alla restituzione, per i primi, "fisiologicamente eventuale" e, per i secondi, "patologicamente eventuale".

(57) Il tema della compatibilità con il nostro ordinamento di schemi simili a quelli illustrati con riferimento alle *preference shares* non risulta trattato dalla nostra dottrina e giurisprudenza. La soluzione indicata nel testo, che tende a escludere la riconducibilità alla nozione di "azione" presente nel nostro ordinamento delle "*nonparticipating preference shares*", appare confermata di recente nel Rapporto del Gruppo ad alto livello degli esperti indipendenti di diritto societario, laddove si esclude che tali titoli rientrino nel concetto di "*risk bearing capital*" (che ricomprende tutti i titoli connotati dalla presenza di una pretesa sul residuo dell'impresa); Cfr. COMMISSIONE U.E. (2002), 22.

Una diversa soluzione potrebbe invece riconoscersi alle c.d. "*participating preference shares*", per le quali in aggiunta al privilegio "fisso" è prevista la possibilità di concorrere nella ripartizione del residuo. Tuttavia, il riconoscimento di un *residual claim* per le tali tipi di azioni non comporterebbe l'automatica ammissibilità delle stesse nel nostro ordinamento. Esse rimarrebbero infatti censurabili, secondo quanto viene detto nel testo qui appresso, per la presenza di un privilegio nella partecipazione alle perdite.

legi (58), che anima da tempo un vivace e ampio dibattito di dottrina (59), sembrava accertata dalle Corti di merito (60); la questione non appare tuttavia definitivamente risolta alla luce dell'ultimo intervento giurisprudenziale, che ha negato l'omologazione di una clausola statutaria contenente la facoltà di emettere azioni della specie (61). Ad oggi, chi intendesse ricorrere all'emissione di azioni c.d. "postergate nelle perdite" si troverebbe di fronte ad un incerto quadro nel quale non si può escludere il rischio di una successiva invalidazione della relativa clausola statutaria.

4.3. *La board representation e i restrictive covenants*

4.3.1. *Considerazioni generali*

In assenza di disposizioni che esplicitamente escludono o consentono l'adozione di un "regolamento di interessi" tra i soci volto ad attribuire all'azionista di minoranza poteri

(58) In proposito è interessante notare che i casi di emissione di azioni postergate di cui si è occupata la giurisprudenza riguardano tutti ipotesi in cui l'azionista privilegiato è una società finanziaria regionale operante con finalità di sostegno allo sviluppo. Questo utilizzo viene anche segnalato da BIONE (1991), 60.

(59) La tesi dell'inammissibilità delle azioni c.d. "postergate nelle perdite" è sostenuta in dottrina (Cfr. DALMARTELLO (1979); RORDORF (1995)) facendo leva sulle seguenti argomentazioni:

- le azioni postergate violano il divieto di patto leonino in quanto escludono un'intera categoria di azioni dalla partecipazione alle perdite. La ricorrenza del patto leonino non è infatti esclusa dalla circostanza che le azioni postergate possano essere in astratto chiamate a partecipare alle perdite poiché questa eventualità è subordinata al previo annullamento delle azioni ordinarie: rispetto agli azionisti ordinari si avrebbe infatti, in ogni caso, un "risultato leonino";
- in tema di libertà di emissione di categorie di azioni, il c.c. (art. 2348, comma 2) menziona le "azioni con diritti diversi": la partecipazioni alle perdite non è un diritto, ma una posizione essenziale alla struttura del fenomeno associativo;
- la postergazione contrasta con il principio di intangibilità della partecipazione sociale perché in caso di riduzione del capitale per perdite si potrebbe arrivare al caso limite dell'annullamento di tutte le azioni ordinarie – portando all'esclusione dei soci ordinari dalla società – lasciando intatto il valore delle azioni privilegiate (o andando a incidere su queste in misura minore).

Sembrano subordinare la legittimità della clausola a una compressione del diritto di voto GAMBINO E JAEGER (1979). Escludono la legittimità della clausola durante societate (cioè nell'ipotesi in cui il privilegio attinga alla partecipazione alle perdite) mentre l'ammettono in sede di liquidazione della società GUGLIELMUCCI (1982) ANGELICI (1992), 128 e ss; ANGELICI (1991).

Al contrario, la prevalente giurisprudenza e dottrina sostiene la liceità delle clausole in questione argomentando che:

- il divieto di patto leonino deve ritenersi violato solo quando esiste una categoria di azioni esclusa fin dall'inizio della partecipazione alle perdite; questo non è il caso delle azioni postergate, che possono invece dover partecipare alle perdite in caso di insufficienza delle azioni ordinarie;
- se si ammette la possibilità di azioni privilegiate nella ripartizione di utili (espressamente previste dal c.c.) deve anche ammettersi – ai fini della loro liceità rispetto al divieto di patto leonino – anche quelle privilegiate nella partecipazione alle perdite;
- la possibilità di emettere azioni privilegiate nel rimborso del capitale risultante dalla liquidazione della società (anch'essa espressamente prevista dal c.c.) equivale ad un privilegio sulla postergazione alle perdite all'atto dello scioglimento; se si ammette quest'ultima deve ammettersi anche quella *durante societate*;
- la postergazione non lede alcun interesse di terzi, ai quali non importa come la partecipazione alle perdite viene distribuita tra i soci. Cfr. in dottrina: TEDESCHI (1980) la cui analisi parte proprio dalla constatazione che simili clausole svolgono la funzione di incentivare il finanziamento con capitale di rischio "sia nelle imprese di nuova formazione – per le quali è indispensabile un periodo di avviamento – sia in sede di ristrutturazione e ampliamento dell'attività aziendale"; CASELLI (1980); BIONE (1991), 61; FERRI (1989), 467; GROSSO (1999), 65 e 66; ABRIANI (1994), 118.

(60) Cfr. TRIB. TRIESTE 2 GIUGNO 1994; TRIB. UDINE 23 GENNAIO 1993; TRIB. UDINE 25 NOVEMBRE 1981; TRIB. UDINE 10 APRILE 1981

(61) Cfr. TRIB. UDINE 5 DICEMBRE 1997.

di nomina e di veto, l'ammissibilità di simili previsioni deve essere valutata alla luce dei rapporti tra disposizioni inderogabili del nostro diritto societario e autonomia statutaria e contrattuale dei soci; dei limiti che tale autonomia incontra nei principi e nelle regole del nostro ordinamento.

Si tratta di un campo di indagine particolarmente irto di difficoltà giacché, diversamente da altri, il nostro sistema non distingue espressamente le norme derogabili da quelle inderogabili e la questione risulta dunque affidata all'indagine dell'interprete, costretta tra una giurisprudenza decisamente chiusa al tema dell'autonomia statutaria e contrattuale e una dottrina talvolta più permissiva. Il terreno diventa poi ancora più insidioso quando ci si addentra nella tematica dei patti parasociali, della loro liceità, del grado di "derogabilità" della disciplina positiva possibile attraverso l'uso di essi, della distinzione tra "piano sociale" e "piano parasociale".

Ci sono tuttavia tre aspetti della disciplina delle società per azioni (e più in generale di quelle di capitali) che influiscono direttamente sui temi che vengono all'attenzione in materia di attribuzione di diritti e poteri ai soci e che – per giurisprudenza costante e dottrina maggioritaria – costituiscono un limite invalicabile all'autonomia dei soci, statutaria e contrattuale.

Il primo attiene alla natura di "norme di ordine pubblico", dunque inderogabili, delle disposizioni relative alla struttura delle società di capitali, all'organizzazione e al funzionamento degli organi sociali e alle loro attribuzioni. Questo principio, di "rigidità della struttura corporativa" – ritenuto il necessario contrappeso della personalità giuridica e della limitazione di responsabilità che connota le società di capitali (62) – impedisce la previsione di deroghe, tanto per statuto tanto per patto parasociale, alle competenze degli organi sociali definite dalla legge. Ciò vale sia nei rapporti interni alla società (e dunque ciò che è attribuito dalla legge all'assemblea ordinaria non può essere per statuto o patto parasociale compiuto dall'assemblea straordinaria, né dal c.d.a. e viceversa) sia in quelli esterni (l'atto può dirsi "sociale" solo quando è compiuto da un organo della società; l'atto del terzo o del socio *uti singulus* non è imputabile alla società).

La stessa qualificazione di appartenenza ai principi di ordine pubblico, ed è questo il secondo profilo, è quasi concordemente attribuita al principio di maggioranza. La regola maggioritaria è ritenuta essenziale al funzionamento delle società di capitali (di tutte le società di capitali), dove l'esigenza di garantire il regolare e costante funzionamento degli

(62) Cfr. CASS. 14 OTTOBRE 1988, N.5595; CASS. 25 GENNAIO 1965, N. 136; APPELLO ROMA 14 GENNAIO 1991; TRIB. MONZA 29 GENNAIO 1982; GRIPPO (1985), 364; FERRI (1989), 575; PINARDI (1994), 393; RICCIARDELLI (1993), 952; MARASÀ (1993), 73; SPADA (1985), 118; CAPRIGLIONE (1991), 1402; OPPO (1942), 146; SALANITRO (1988), 747; LIBONATI (1991), 108 nota 34; JAEGER (1989), 240; PICONE (2001), 166.

organi sociali impedisce di prescrivere l'unanimità dei voti (63). Per le sole società per azioni, inoltre, questa stessa esigenza di funzionalità a volte perfino esclude qualsiasi "ritocco" verso l'alto dei quorum di legge (64).

Il terzo profilo attiene alla funzione organizzativa – oltre che di tutela dei terzi – cui adempie il capitale sociale in tutte le società a base capitalistica: il capitale è cioè "chiamato a fungere da dividendo (denominatore) in un rapporto in cui da divisore (numeratore) funge (il valore del) la partecipazione del socio e allora a consentire una *misurazione della posizione del socio nella società*; una misurazione imposta dalla regola della civiltà capitalistica per la quale profitto e potere sono funzioni *dirette* del rischio (65)".

È dunque alla luce di questi tre principi del nostro ordinamento societario che deve essere valutata la possibilità per i soci di adottare *restrictive covenants* ricorrendo alle quattro alternative sopra descritte (par. 4.1.): i) emissione di una categoria di azioni il cui privilegio consista – oltre che in una posizione di favore nella ripartizione di utili – nella nomina di membri del consiglio di amministrazione o di altre cariche sociali o nell'attribuzione di un potere di veto su determinate operazioni; ii) previsione di clausole statutarie direttamente attributive di tali diritti e poteri; iii) attribuzione indiretta di quegli stessi diritti e poteri attraverso un rafforzamento dei quorum necessari per assumere le delibere, in modo da configurare la partecipazione del *venture capitalist* come una minoranza di blocco; iv) stipula di patti parasociali.

(63) Il tema dell'inderogabilità della regola maggioritaria è come noto uno dei più discussi del nostro diritto societario. La dialettica tra "maggioranza" e "unanimità" è letta ancora oggi dalla giurisprudenza consolidata in chiave di contrapposizione netta. In quest'ottica, la facoltà di introdurre nello statuto maggioranze più elevate di quelle previste dalla legge non implica la possibilità di prevedere che su determinate materie sia richiesto il consenso unanime dei soci giacché "tra maggioranza (anche elevata) e unanimità non vi è armonia ma antitetività, in quanto l'unanimità, risolvendosi nella possibilità del diritto di veto, porta al prevalere della minoranza sulla maggioranza". CASS. 15 APRILE 1980, N. 2450. Cfr. anche APPELLO ROMA 27 FEBBRAIO 1997; TRIB. CASSINO 21 GIUGNO 1991; TRIB. VERONA 22 APRILE 1986; TRIB. ROMA 1 OTTOBRE 1982; TRIB. NAPOLI 18 GIUGNO 1975. In dottrina: FERRI (1989), 587; PELLIZZI (1967), 137; RORDORF (1994), 1480; BIANCHI (1993), 3; CAROTA (1999), 431 e ss.; SERRA (1994), 139; GRIPPO (1985), 376; REBECCA E SIMONI (2000), 132; GALGANO (1988), 234;

Propendono invece per la tesi della derogabilità del principio di maggioranza: JAEGER (1993), 34 secondo cui l'adesione alla tesi contrattualistica dell'interesse sociale impone di ritenere derogabile il principio di maggioranza; GALLETTI (2000), 336; GAMBINO (1987), 110; SPADA (1986), 124 e 125; PREITE (1988), 374. In particolare, quest'ultimo nota che la regola della maggioranza non è posta a tutela della conservazione dell'ente, ma è spiegabile come regola per ridurre di costi di negoziazione tra contraenti, nell'interesse dei contraenti stessi, e in questa prospettiva, essa è pienamente disponibile. "Il principio di unanimità - ove non attenga alla gestione corrente (con probabili effetti paralizzanti) consente anche di porre le condizioni per il raggiungimento di un unico equilibrio nei rapporti tra i soci favorendo una riduzione dei costi di organizzazione che è a tutto vantaggio dei terzi".

Propongono una soluzione differenziata tra società aperte (per le quali il principio maggioritario sarebbe indisponibile) e società chiuse PREITE (1993), 40, nota 71; ROSSI (1991), 1356; MARASÀ (1993), 87. Anche nella disciplina delle s.r.l. la giurisprudenza tende ad affermare l'inderogabilità del principio di maggioranza, pur con qualche sporadica apertura, anche recente. Cfr. TRIB. ALBA 17 FEBBRAIO 2000. Per una rassegna di dottrina e giurisprudenza sul tema si veda SALVATO (2000) e GALLETTI (2000), 334, note 194 e 195.

(64) Ci si riferisce alla nota questione relativa alla rafforzabilità o meno dei quorum per le delibere dell'assemblea ordinaria in seconda convocazione per la quale si rinvia a quanto verrà detto più avanti nel testo.

(65) SPADA (1985), 109. Sul punto si vedano anche: FERRI (1989), 422 e 460; ANGELICI (1992), 63; BIONE (1991), 50 e per le società a responsabilità limitata, RACUGNO (1990), 1055; RIVOLTA (1993), 13.

4.3.2. *Il ricorso alla categoria azionaria e l'uso di clausole statutarie di attribuzione diretta*

Come già anticipato, queste due soluzioni non sembrano percorribili.

Il principio di inderogabilità delle disposizioni di legge in materia di competenze degli organi sociali impedisce infatti che i “diritti diversi” di cui possono essere fornite le “speciali categorie di azioni” (cfr. art. 2348, comma 2) possano consistere nel potere di nomina diretta di esponenti del consiglio di amministrazione o del collegio sindacale: in questo modo, infatti, si riconoscerebbe solo ad alcuni soci (i titolari di azioni privilegiate) il potere di procedere alla nomina delle cariche sociali, potere che la legge (art. 2364, n. 2) riconosce all'assemblea (66).

Parimenti, un potere di veto su operazioni spettanti all'assemblea o all'organo amministrativo, attribuito al *venture capitalist uti singulus*, parrebbe non compatibile con lo stesso principio di “rigidità della struttura corporativa”; quand'anche attribuito al *venture capitalist uti socius* – e quindi nell'ambito del procedimento assembleare – quello stesso potere varrebbe a sottrarre alla maggioranza il “potere indisponibile di assumere le delibere sociali”, risolvendosi di fatto in una deroga al principio maggioritario.

In generale, dottrina e giurisprudenza concordano con l'osservazione – comune sia all'ipotesi in cui il privilegio azionario consista in un diritto di nomina dei componenti degli organi sociali, sia a quella in cui esso attribuisca un potere di veto del *venture capitalist* su determinate operazioni – che non sia ammissibile la creazione di categorie di azioni con diritto di voto che conferiscano ai loro titolari una posizione di preminenza nella vita della società rispetto agli altri azionisti con diritto di voto: ciò infatti varrebbe a scardinare il terzo principio sopra richiamato come caratteristica fondamentale delle società di capitali – la corrispondenza proporzionale del potere gestorio all'entità della partecipazione – che nei rapporti endosocietari si traduce, tra l'altro, nel principio secondo cui il “peso” di ciascun socio dipende esclusivamente dal numero di azioni di cui dispone. Questo principio – pur temperato dalla previsione che consente all'autonomia statutaria di modulare i diritti, anche di voto, inerenti ai titoli azionari – non sembra subire deroghe quando vengano in considerazione ipotesi di graduazione “verso l'alto” di tali diritti: qui i limiti impliciti previsti dal nostro ordinamento, testimoniati dal divieto di emissione di azioni a voto plurimo, si traducono in un principio di uguaglianza di ciascuna azione tale per cui, dal lato

(66) Sulla non ammissibilità di una distinzione delle azioni in categorie in grado di esprimere ciascuna una parte degli amministratori cfr. WEIGMANN (1997), 404

In generale sul tema dell'inderogabilità delle competenze assembleari in ordine alla nomina dei componenti dell'organo amministrativo cfr. in giurisprudenza CASS. 20 SETTEMBRE 1995, N. 9975; APPELLO MILANO 20 APRILE 1993; TRIB. VERONA 11 DICEMBRE 1992; TRIB. CASSINO 13 OTTOBRE 1989; TRIB. VERONA 18 DICEMBRE 1987; TRIB. MONZA 29 GENNAIO 1982. In dottrina: LEOZAPPA (1996), 803; RICCARDELLI (1993), 951; BONELLI (1985), 446, nota 3; REBECCA E SIMONI (2000), 134; RORDORF (1994a), 1543; FERRI (1989), 671; FRÈ (1997), 781, nota 2; OPPO (1942), 121; SALAFIA (1999), 263; MIGNOLI (1960), 117; BALZARINI (2000), 215; GROSSO (1999), 48; CAVALLI, MARULLI E SILVETTI (1996), 377.

Con riferimento allo specifico caso del diritto di nomina incorporato nel titolo azionario cfr. TRIBUNALE DI VERONA 18 DICEMBRE 1987; TRIBUNALE CASSINO 12 APRILE 1991, entrambe nel senso di escludere la validità di una simile soluzione.

del diritto di voto, “non si possono emettere azioni “più uguali” o “più pesanti” delle altre” (67) (68).

Le stesse censure di incompatibilità con i principi di inderogabilità della struttura organizzativa delle società di capitali e di maggioranza – oltre che con il principio della parità di trattamento degli azionisti (69) – sembra incontrare l’ipotesi in cui i *restrictive covenants* vengano previsti attraverso clausole statutarie che – senza disporre la creazione di categorie diverse di azioni – attribuiscono al *venture capitalist* diritti o poteri *ad personam* (70).

Tuttavia, con riferimento alla nomina delle cariche sociali è necessario notare che l’invalidità della clausola attributiva di un diritto di nomina diretto non si traduce automaticamente nell’impossibilità per il *venture capitalist* di essere destinatario, per altra via, di un potere del genere. Il principio di inderogabilità della competenza assembleare per le nomine delle cariche sociali comporta solo che il socio *uti singulus* non possa sostituirsi all’assemblea nell’esercizio del potere di nomina, ma non anche che allo stesso socio (*uti socius* e quindi nell’ambito del procedimento assembleare) – anche se di minoranza – non possa essere attribuita un diritto di nomina. In questo senso, un simile diritto può ben essere riconosciuto ad un socio (e quindi anche al *venture capitalist*) qualora esso sia esercitato in sede assembleare, avvalendosi della facoltà – prevista dall’art. 2368 – di prevedere nello statuto “norme particolari”. Al riguardo, è necessario ricordare che la possibilità di adottare il c.d. “voto di lista”, che consente di riservare alle minoranze un diritto di nomina di alcuni componenti degli organi sociali, si dà definitivamente per acquisita nel nostro ordinamento alla luce dell’espressa previsione legislativa, contenuta nel Testo Unico dell’intermediazione finanziaria in tema di nomine da parte delle minoranze azionarie di membri del collegio sindacale (art. 148).

Peraltro, una volta riconosciuta la possibilità di riservare alla minoranza (*venture capitalist*) con il voto di lista un potere di nomina di alcuni componenti del c.d.a. o del collegio sindacale, emergono ulteriori problemi, che possono incidere sulla concreta percorribilità di questa soluzione.

Il primo è connesso alla possibilità che il *venture capitalist* abbinare la sottoscrizione di azioni privilegiate nei diritti patrimoniali (così ottenendo una composizione qualitativa ottimale del proprio investimento) con un diritto di voto nell’assemblea ordinaria, che gli consenta di esercitare il voto di lista. Il problema sembra invero non più attuale: la pure autorevole tesi negativa – secondo la quale il principio di uguaglianza tra soci impone di compensare eventuali privilegi di tipo patrimoniale con una diminuzione dei diritti ammi-

(67) GROSSO (1999), 106. Cfr. inoltre, in aggiunta alla dottrina richiamata nella nota 46, TRIB. CASSINO 1991, 553; PERUGIA (1992), 814; VISENTINI (1959), 984; PICONE (2001), 176.

(68) Una conferma indiretta della impossibilità per l’ordinamento attuale delle società di prevedere poteri di nomina e di veto al singolo socio si ha nella disciplina delle golden shares, prevista dalla legge 30 luglio 1994, n. 474 sulle privatizzazioni, dove l’attribuzione al Ministero del tesoro di poteri simili a quelli riconosciuti al *venture capitalist* ha reso necessaria una apposita previsione legislativa. Si veda anche delibera CIPE 30 dicembre 1992, n. 11 in G.U. 4 febbraio 1993, n. 28.

(69) Cfr. CERRAI E MAZZONI (1993), 412.

(70) L’attribuzione di poteri di nomina diretti sembra in realtà spesso presente nella prassi statutaria: cfr. FONTANA (1976) LEOZAPPA (1996), 801, nota 6.

nistrativi (71) – appare infatti superata da una consistente dottrina e giurisprudenza che ammettono l’emissione di azioni privilegiate a voto pieno (72).

Il secondo aspetto riguarda più in generale le conseguenze della partecipazione del *venture capitalist* nel consiglio di amministrazione dell’impresa finanziata nel caso in cui questa sia successivamente dichiarata insolvente e sottoposta a procedura fallimentare. In particolare, si osserva che se la disciplina fallimentare è troppo punitiva nei confronti del management dell’impresa sfortunata, il *venture capitalist* sarà disincentivato a scegliere come strumento di monitoraggio interno la nomina di proprio personale nel consiglio di amministrazione dell’impresa finanziata (*board representation*) (73).

Sotto questa angolazione, l’ordinamento italiano mostra più di un aspetto critico (74). È noto che la procedura fallimentare costituisce il terreno elettivo (per non dire esclusivo) per l’esercizio delle azioni di responsabilità degli organi sociali, previste dagli artt. 2393 e 2394 e richiamate dall’art. 146 della legge fallimentare (75); ed è altrettanto noto come queste norme abbiano subito, nell’interpretazione che di esse dà la giurisprudenza, un’applicazione tale per cui “l’azione promossa dal curatore diventa una specie di “centauro”, che prende dell’una e dell’altra delle previsioni degli artt. 2393 e 2394 le soluzioni più fa-

(71) Ci si riferisce a JAEGER (1979) e GAMBINO (1979) secondo il quale “l’equilibrio che regge i rapporti fra le categorie di azioni, nel rispetto del principio primario della parità di trattamento, si fonda sul rapporto tra potere gestorio e diritti patrimoniali” sicché alla compressione dell’uno deve corrispondere un rafforzamento degli altri e viceversa. Questo principio troverebbe conferma nelle norme del codice civile e delle leggi speciali dalle quali è desumibile la tendenza a compensare un minore diritto amministrativo con un maggiore diritto patrimoniale: si pensi all’art. 2351, Il comma (azioni di godimento) e alla disciplina delle azioni di risparmio.

(72) Cfr. in dottrina: GASPERONI (1958), 186; FERRARA-CORSI (1994), 458; SPADA (1985), 113; BIONE (1991), 50; RORDORF (1995) 89; MIGNOLI (1960), 112, nota 109 e pag. 113; GUGLIELMUCCI (1982), 888; CASELLI (1980), 688; ANGELICI (1992), 127; GALLETTI (1998), 116.

In particolare, la dottrina sembra negare l’esistenza di un necessario equilibrio tra diritti patrimoniali e amministrativi. Per CASELLI (1980), questa impostazione sarebbe confermata dal fatto che:

- l’art. 2351, in tema di azioni privilegiate prevede la possibilità e non l’obbligo di limitare i diritti di voto;
- l’art. 2353, in tema di azioni di godimento, prevede con norma dispositiva che le azioni di godimento sono escluse dal diritto di voto.

Per ANGELICI, GALLETTI e BIONE le disposizioni in tema di azioni sembrano ispirate dalla preoccupazione di compensare una riduzione dei poteri dell’azionista con un accrescimento dei suoi diritti patrimoniali e non invece di circoscrivere la possibilità di aumentare questi ultimi diritti.

Nella prassi: FONTANA (1976), che riporta casi di azioni privilegiate a voto pieno. In giurisprudenza: CASS. 29 OTTOBRE 1994 N. 8927, con riferimento all’ammissibilità di azioni privilegiate a voto pieno emesse a favore di una società finanziaria regionale.

(73) Il tema, qui segnalato, dei rischi che possono discendere al *venture capitalist* dalla scelta di monitorare l’impresa finanziata attraverso la presenza di propri elementi nel c.d.a. della stessa, non esaurisce in verità i punti di contatto tra attività di *venture capital* e procedure fallimentari. Da tempo la letteratura economica ha posto in luce come l’elevata rischiosità delle imprese cui si indirizzano gli investimenti di *venture capital*, soprattutto nella fase di *start-up*, crei sotto un profilo di ordine generale un nesso strettissimo tra sviluppo di questa forma di finanziamento ed efficienza delle procedure di gestione delle crisi. Cfr. tra gli altri, GILSON E BAUMS (1999), 114.

(74) Per un’analisi comparata delle procedure di gestione delle crisi anche sotto il profilo del loro grado di afflittività, cfr. BIANCO E MARCUCCI (2000).

(75) JAEGER (1989), 969; BADINI CONFALONIERI (1999), 1085; COSTA (1997), 32; FUNARI (1999), 561.

vorevoli alla massa”(76). Il risultato è che, nonostante gli interventi correttivi nelle più recenti pronunce, la giurisprudenza tende ad “accollare” il dissesto agli amministratori secondo criteri che sembrano snaturare i fondamenti legislativi delle azioni di responsabilità, dilatando le fattispecie sia sotto il profilo soggettivo, sia sotto quello oggettivo, sia – ancora – sul terreno della prova del nesso causale (77) (78). Ulteriori disincentivi all’utilizzo della *board representation* come strumento di monitoraggio dell’impresa finanziata possono derivare dal rischio di un’azione penale per bancarotta cd. impropria o

(76) JAEGER (1989), 969. È costante in giurisprudenza l’affermazione che per effetto del fallimento le azioni di responsabilità confluiscono in un’unica azione unitaria e inscindibile; e che, conseguentemente, la domanda risarcitoria contro gli amministratori può essere formulata sia con riferimento ai presupposti della responsabilità verso i creditori sociali sia sulla base di quelli che motivano la responsabilità verso la società. La posizione del curatore è dunque estremamente facilitata poiché egli potrà impostare la domanda avvalendosi, a seconda dei casi, della disciplina applicabile alla responsabilità contrattuale (che connota la responsabilità degli amministratori verso la società) o a quella extracontrattuale (che invece connota – nella giurisprudenza ormai consolidata – la responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori sociali) Cfr. CASS. 10 GIUGNO 1981, N. 3755; CASS. 27 NOVEMBRE 1982, N. 6431; CASS. 22 OTTOBRE 1998, N. 10488.

(77) Così, ad esempio, il tema della natura giuridica contrattuale o extracontrattuale dell’azione di responsabilità degli amministratori verso i creditori sociali – che influisce in modo significativo sia sotto il profilo dell’onere della prova sia sotto quello del termine *a quo* per la prescrizione dell’azione – viene indirettamente superato mediante il riconoscimento della “natura inscindibile e unitaria dell’azione ex art. 1461. fall.”, che consente al curatore di avvalersi dei principi tipici della responsabilità contrattuale, con la conseguenza che egli dovrà provare solo l’inadempimento da parte degli amministratori, il danno subito dalla società ed il nesso causale intercorrente tra l’uno e l’altro, e non anche la colpa o il dolo degli amministratori. Cfr. DEL VECCHIO (1990), 508; MONTIRONI (1989), 856; FUNARI (1999) 561; TARZIA (1989), 724; BONELLI (1982), 770.

Sul fronte del nesso causale tra condotta illecita degli amministratori e danno, la necessità che il curatore ne provi l’esistenza – pur affermata con costanza dalla giurisprudenza – viene poi di fatto annullata dalla stessa giurisprudenza attraverso il ricorso al criterio della presunzione del rapporto di causalità tra l’inadempimento e la perdita economica. Cfr. DEL VECCHIO (1990), 508; TARZIA (1989), 724; FRANZONI E GALGANO (1994), 96 e 98; PANZANI (1989), 974; PANZANI (1997), 42.

Il ricorso a indici presuntivi riguarda anche i criteri di determinazione del danno, che la giurisprudenza di solito automaticamente identifica nella differenza tra attivo e passivo fallimentare: su questo punto, è stato rilevato come tale orientamento, pur recentemente messo in discussione dalla Cassazione (cfr. CASS. 17 SETTEMBRE 1997, N. 9252 E CASS. 22 OTTOBRE 1998, N. 10488), “in concreto trasformi l’obbligazione degli amministratori da una obbligazione di mezzi ad una obbligazione di risultato: si imputa agli amministratori di non aver garantito la redditività della gestione societaria”. Ciò in quanto “nella differenza tra l’attivo e il passivo fallimentare c’è di più della perdita cagionata dagli amministratori con la loro mala gestio: c’è, ad esempio, la perdita dovuta a fattori riconducibili al cosiddetto rischio di impresa”: FRANZONI E GALGANO (1994), 101. Tuttavia, al di là della considerazione che il ricorso al criterio della differenza tra attivo e passivo fallimentare sia eccessivo o, all’opposto, insufficiente è comune in dottrina l’opinione che esso sia sicuramente inadeguato e che sotto tale profilo vadano recuperati i fondamenti giuridici propri delle azioni di responsabilità. Cfr. sul tema: FERRO (1999); PANZANI (1997), 45; GAFFURI (1995), 1154; PANZANI (1989), 976; PROTO (1998), 677; DEL VECCHIO (1990), 509; SALAFIA (1999), 80.

(78) Vi è poi un altro aspetto, connesso con gli *start-up*, che può costituire un forte disincentivo a che i dipendenti del *venture capitalist* si impegnino direttamente nei consigli di amministrazione delle società finanziate; ed è quello connesso alla responsabilità illimitata degli amministratori prevista dal nostro diritto societario (art. 2449) per le obbligazioni assunte dalla società nel periodo in cui il capitale è negativo. Per permettere al socio imprenditore di assumere una partecipazione di maggioranza nella società finanziata, gli *start-up* hanno spesso un capitale esiguo; contestualmente, tuttavia, queste imprese devono sostenere costi di ricerca e di avvio dell’operatività, il comporta che esse siano naturalmente in perdita.

societaria in capo agli amministratori della società sottoposta alla procedura fallimentare e agli effetti personali che a questi discendono dal fallimento (79).

Il terzo aspetto attiene alla possibilità che, in aggiunta o in alternativa a un diritto di nomina di alcuni componenti del c.d.a. dell'impresa finanziata, ottenuto attraverso il voto di lista, possa essere attribuito al *venture capitalist* un potere di revoca dei membri del c.d.a. nominati dal socio di maggioranza. Tale possibilità, come si è avuto modo di illustrare in precedenza, è frequentemente prevista nella prassi seguita in altri paesi e attribuisce al *venture capitalist* un efficace strumento per incentivare il management alla performance, attraverso la minaccia della sua sostituzione.

Nel rinviare a quanto si dirà più avanti circa la possibilità di attribuire alla minoranza un potere di "blocco" sulle delibere di competenza dell'assemblea ordinaria – quali appunto quelle con cui si revochino gli amministratori – è necessario tuttavia anticipare che la facoltà di revoca degli amministratori risulta, nel nostro ordinamento, attribuita inderogabilmente alla competenza dell'assemblea ordinaria; correlativamente, lo spazio di intervento del *venture capitalist* è certamente esiguo, considerata la tesi dominante che nega la possibilità di un rafforzamento dei quorum in seconda convocazione. Ne consegue che, se attraverso il voto di lista può essere attribuito alla minoranza un diritto di nomina di componenti del c.d.a., la revoca dei medesimi componenti sfugge invece alla possibilità di un intervento specifico della minoranza (80). E se è pur vero che gli equilibri interni al c.d.a., tra esponenti nominati dalla minoranza e quelli della maggioranza, possono essere mantenuti in caso di cessazione della carica di uno o più amministratori attraverso la previsione statutaria della clausola *simul stabunt simul cadent* (81), è pur vero che tale clausola opera quando la causa di cessazione dell'incarico si è già verificata, lasciando inalterata la competenza dell'assemblea ordinaria, e dunque della sola maggioranza, a decidere della revoca.

(79) Ci si riferisce, in particolare, al rischio di un'azione penale per bancarotta semplice (art. 224 l. fall.) – reato, come noto, colposo – e alle conseguenti pene accessorie, quale l'interdizione temporanea dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese.

Uguale effetto, sotto quest'ultimo profilo, può derivare dalle norme in materia di requisiti di professionalità e onorabilità emanate in attuazione del T.U.B. e del T.U.F. secondo le quali non possono ricoprire cariche di amministratore, direttore generale o sindaco di banche, società finanziarie capogruppo, SIM, società di gestione del risparmio, SICAV, società finanziarie disciplinate dal Titolo V del T.U.B. e società quotate coloro che, almeno per i due anni precedenti l'adozione dei relativi provvedimenti, hanno svolto funzioni di amministrazione, direzione e controllo in imprese sottoposte a fallimento, liquidazione coatta amministrativa o procedure equiparate (Cfr. Regolamenti del Ministero del tesoro del 18 marzo 1998, n. 161, 11 novembre 1998, n. 468, 30 dicembre 1998, n. 516 e 30 marzo 2000, n. 162).

Tali norme sono state tuttavia recentemente annullate dal T.A.R. con riferimento ai requisiti riguardanti gli esponenti aziendali di banche, società finanziarie capogruppo, SIM, società di gestione del risparmio e SICAV, mentre sono allo stato pendenti analoghi giudizi relativi alle norme in materia di requisiti degli esponenti aziendali di società quotate e di società finanziarie.

(80) Cfr. WEIGMANN (1997), 405.

(81) L'ammissibilità di questa clausola con i principi della società per azione è dominante in giurisprudenza da circa un decennio. Cfr. CASS. 16 MARZO 1990, N. 2197 con riferimento alla validità della clausola in cui si disponga la decadenza dell'intero c.d.a. al venire meno della maggioranza dei suoi membri; le corti di merito hanno tuttavia ripetutamente affermato anche la validità della clausola che operi al venir meno di una minoranza dei membri del c.d.a. o anche di uno solo di essi. APP. TORINO 1 LUGLIO 1991; TRIB. MILANO 6 APRILE 1995; TRIB. VERONA 16 GENNAIO 1992; TRIB. TORINO 1 OTTOBRE 1997. Per una rassegna di dottrina e giurisprudenza cfr. PAUTRIÈ (1999).

4.3.3. *L'uso di clausole di attribuzione indiretta*

Si è detto che al *venture capitalist* può essere attribuito un diritto di nomina di membri del c.d.a. attraverso il voto di lista e che è invece esclusa la possibilità di ricorrere a clausole di attribuzione diretta (tanto come “diritto diverso” di cui è connotata una categoria di azioni, tanto come clausola statutaria “ad personam”) per gli altri *restrictive covenants*. Per queste ultime ipotesi occorre quindi esplorare la percorribilità di vie alternative, come quelle di prevedere quorum rafforzati nelle assemblee della società o nei consigli di amministrazione in modo da configurare la quota del *venture capitalist* come una minoranza di blocco.

In proposito valgono due considerazioni: la prima è che il ricorso a questa soluzione deve essere valutata differentemente a seconda che il potere di condizionare in modo determinante le delibere attenga a quelle: a) di competenza dell'assemblea straordinaria; b) di competenza del consiglio di amministrazione; c) di competenza dell'assemblea ordinaria. La seconda considerazione riguarda la questione, già ricordata, della “tenuta” temporale di simili clausole di fronte ad eventuali “attacchi” della maggioranza.

Per quanto riguarda il primo ordine di problemi, relativo alla rafforzabilità dei quorum, si segnala che mentre la possibilità di prevedere quorum più elevati per le assemblee straordinarie e per le riunioni del c.d.a. incontra l'unico limite nel divieto di prevedere l'unanimità dei consensi (o maggioranze tanto elevate tanto elevate da equivalere, nella sostanza, all'unanimità) (82), più incerta appare la possibilità di rafforzare i quorum delle delibere dell'assemblea ordinaria in seconda convocazione, che la legge fissa (art. 2368, comma 3, primo periodo) nella maggioranza dei presenti “qualunque sia la parte di capitale rappresentata dai soci intervenuti”.

Mentre la giurisprudenza di legittimità è unanime nel ritenere inammissibile qualsiasi innalzamento del quorum, e dunque attribuisce alla maggioranza un “potere indisponibile di assumere le deliberazioni sociali” (83), più vari e articolati sono gli orientamenti della giurisprudenza di merito e della dottrina (84). Il tema è complesso; le soluzioni che vengono fornite si basano sia su una diversa lettura testuale della norma sia su una diversa ponderazione degli obiettivi che la legge intende perseguire, i.e. sulla differente soluzione data al *trade-off* tra tutela delle minoranze – obiettivo che legittimerebbe il rafforzamento dei

(82) CASSAZIONE 15 APRILE 1980, N. 2450; GALGANO (1988), 234. Secondo PELLIZZI (1967) il principio di facilità deliberativa imporrebbe all'autonomia statutaria limiti al rafforzamento dei quorum dell'assemblea straordinaria ulteriori rispetto al divieto di adottare la regola dell'unanimità. In particolare, l'innalzamento dei quorum dovrebbe essere consentito solo fino al punto in cui il quoziente deliberativo straordinario non violi, “nel comune sentire, il principio di maggioranza, traboccando in una sostanziale esigenza di unanimità” (pag. 171); inoltre “per l'assemblea straordinaria un quoziente di presenza superiore a quello implicito nell'esigenza del quoziente deliberativo non” potrebbe “essere statutariamente richiesto perché la clausola che l'imponesse – restrittiva della facilità deliberativa – non è prevista dal codice” (pag. 203-204). Dello stesso ordine di idee su questo ultimo profilo è SERRA (1994), 136.

(83) PELLIZZI (1967), 137; CASS. 16 MARZO 1990, N. 2198; CASS. 14 OTTOBRE 1988, N. 5595.

(84) Per una rassegna aggiornata di dottrina e giurisprudenza si vedano: BELVEDERE (1999), 333 la quale segnala a favore della tesi dell'ammissibilità di un rafforzamento dei quorum l'ipotesi di una “società con ristretta base azionaria ed interessata a ottenere nuovi finanziamenti [...] da parte di un potenziale nuovo socio che, venendo a detenere, tuttavia, nella compagine sociale una partecipazione di minoranza, è disposto a effettuare il conferimento a condizione che gli venga riconosciuto un ruolo di effettivo rilievo in sede assembleare”; IANNIELLO (1998), 1332; BIANCHI (1999), 5; ALBERTINI (1998), 41.

In generale, sul tema si rinvia a: FRÈ e SBISA (1997), 617; RORDORF (1994), 1484; FERRI (1989), 587; MAIENZA (1991), 299; GRIPPO (1985), 377; SERRA (1994), 140; PELLIZZI (1967), 137 e 203; PINARDI (1994), 393; GALGANO (1988), 234. Con riferimento specifico al ruolo dell'autonomia statutaria nella disciplina dell'assemblea si veda la recente rassegna di dottrina e giurisprudenza di PICONE (2001).

quorum – e esigenze di funzionalità e di “facilità deliberativa” dell’organo assembleare, che invece militerebbe a favore dell’inderogabilità del quoziente previsto della legge.

Tuttavia, al di là dell’impostazione teorica del problema che potrebbe legittimare soluzioni anche differenziate a seconda della caratteristica aperta o chiusa della società e dunque permettere una maggiore flessibilità nel caso delle imprese *venture-backed*, ciò che rileva in questa sede è sottolineare come il consolidato orientamento negativo della Cassazione, unito alle incertezze interpretative delle Corti di merito e della dottrina, renda incerta e rischiosa la soluzione di rafforzare i quorum delle assemblee ordinarie in seconda convocazione, che pure sono chiamate a deliberare su materie cruciali per un buon monitoraggio dell’impresa finanziata. In questo contesto lo spazio di intervento che può essere lasciato al *venture capitalist* su temi quali l’approvazione del bilancio, la destinazione degli utili, la revoca degli amministratori, appare certamente esiguo.

Un ultimo cenno va infine fatto al tema dell’efficacia della protezione che può essere assicurata al *venture capitalist* attraverso la soluzione dei *superquorums*. Se, come si è già anticipato, questa strada è seriamente percorribile solo attribuendo al *venture capitalist* un potere di blocco “a tutto campo” su qualsiasi modifica statutaria, è chiaro che essa sarebbe – al tempo stesso – eccessiva e insufficiente: eccessiva perché sacrifica oltre misura la libertà dell’imprenditore; insufficiente perché, si ripete, il rafforzamento dei quorum non appare comunque ipotizzabile con certezza per le materie attribuite alla competenza dell’assemblea ordinaria, pure importanti, quali ad esempio la revoca degli amministratori e la delibera di destinazione degli utili.

4.3.4 *L’uso di patti parasociali*

Non priva di rischi e incertezze appare anche l’adozione di *restrictive covenants* attraverso la stipula di patti parasociali.

Il tema della liceità di questi ultimi è, come noto, uno dei più discussi dalla nostra dottrina, posta di fronte alla duplice evidenza dell’uso quasi “smodato” che di essi fa la pratica societaria da un lato e, dall’altro, ai non frequenti – ma rigorosi – interventi della giurisprudenza.

Il problema sembra in qualche modo essere circolare e quindi autoalimentarsi: l’atteggiamento di chiusura all’autonomia statutaria manifestato dalla giurisprudenza rende difficile, come si è avuto modo di vedere sopra, l’adozione di soluzioni alternative a quelle normativamente previste; tale circostanza amplifica gli spazi di intervento degli accordi tra soci che, operando in una dimensione parasociale (e dunque diversa da quella sociale che risulta preclusa), sono comunque volti a quello stesso obiettivo; ma se il parametro di giudizio alla stregua del quale il patto parasociale è considerato lecito è lo stesso di quello adottato per la valutazione dello stesso fenomeno visto sul piano sociale, le conseguenze non possono che essere, sul piano applicativo, le stesse. Il risultato è, in ogni caso, che il tentativo dei soci di far prevalere “l’*intuitus personae* sui più oggettivi e asettici vincoli dell’*intuitus pecuniae*” (85), risulta in molti casi frustrato.

Invero, la distinzione tra ciò che può considerarsi lecito da un punto di vista delle regole del diritto societario e ciò che invece può considerarsi lecito dall’altro punto di vista del diritto dei contratti – l’idea cioè che non tutte le norme considerate inderogabili nel diritto societario debbano tradursi automaticamente in un limite all’autonomia contrattua-

(85) L’espressione, di GUIDO ROSSI (1993), 62, mette in luce la funzione che tutta la dottrina assegna ai patti parasociali, e cioè quella di far emergere nell’organizzazione della spa (per sua natura spersonalizzata) gli interesse concreti dei soci.

le sancite dall'art. 1322 c.c. – fu approfondita da Oppo già negli anni '40 (86), ma solo recentemente comincia a farsi strada nella nostra giurisprudenza (87).

Non è questa la sede per richiamare il lungo percorso storico di legislazione (88), dottrina (89) e giurisprudenza (90) in tema di patti parasociali; può invece essere utile richiamare quali siano gli aspetti del dibattito definitivamente risolti e quelli ancora controversi e valutare come questi ultimi si riflettano sull'utilizzabilità degli strumenti qui considerati: l'ipotesi, cioè di un patto di sindacato stipulato tra il *venture capitalist* e altri soci della società

(86) OPPO (1942); OPPO (1987).

(87) Cfr. CASS. 20 SETTEMBRE 1995, N. 9975 E CASS. 29 OTTOBRE 1994, N. 8927, brevemente illustrate più avanti.

(88) L'attenzione dei giuristi al tema dei patti parasociali e, in particolare, ai sindacati di voto che di questi costituiscono l'ipotesi più tipica, è già viva all'inizio del secolo.

La tesi tradizionale della illiceità di qualsiasi convenzione di voto viene portata avanti, tra gli altri, da Cesare Vivante nel progetto preliminare del 1922 di riforma del codice di commercio e si fonda principalmente su due argomentazioni: la prima riguarda la natura del voto – visto a volte come un diritto “personalissimo” e altre addirittura come un dovere o una funzione – sicché il socio non può spogliarsene né attraverso la “vendita del voto”, né impegnandosi a esercitare il voto stesso in un determinato modo; il secondo riguarda invece l'inderogabilità del metodo assembleare, inteso non solo nel senso che le decisioni della società debbano essere prese in assemblea, ma anche che la volontà sociale debba formarsi in quella sede, attraverso la libertà di discussione e votazione. Questa tesi riceve accese critiche, tanto che nel successivo progetto di riforma del codice di commercio redatto dalla Commissione d'Amelio (1925) al problema viene data una soluzione meno drastica e l'ultimo progetto di codice di commercio (progetto Asquini) sancisce la liceità delle convenzioni di voto purché stipulate per iscritto e aventi durata inferiore ai 5 anni.

Il codice attuale adotta invece una soluzione “più timida”: l'articolato non contiene norme direttamente volte a disciplinare i patti parasociali, mentre nella Relazione si afferma che l'apprezzamento dei sindacati di voto dipende dall'esame della situazione concreta e quindi spetta più al giudice che al legislatore. Nel corso degli ultimi 20 anni, la legislazione speciale (L. 416/81 sull'editoria; L. 223/90 sulle imprese radiotelesive; L. 287/90 sulla tutela della concorrenza; L. 1/91 sull'intermediazione mobiliare; L. 20/91 in materia assicurativa; L. 157/91 sull'insider trading; D.lgs. 127/91 in materia di bilancio; il Testo Unico bancario – D.lgs. 385/93) ha più volte menzionato i patti di sindacato come mezzo attraverso il quale è possibile ottenere il controllo di una società.

Su questo solco si colloca anche la legge 149/92 (legge sull'OPA), modificata dalla L. 474/94 (legge sulle privatizzazioni) che all'art. 10 richiedeva la comunicazione alla CONSOB e la pubblicazione per estratto su tre quotidiani di “qualunque patto o accordo che comporti per gli aderenti limitazioni e regolamentazioni del diritto di voto, obblighi o facoltà di preventiva consultazione per l'esercizio dello stesso, obblighi circa il trasferimento delle azioni, ovvero qualunque accordo per l'acquisto concertato”. La norma costituisce il precedente diretto dell'art. 122 del Testo Unico dell'intermediazione finanziaria, su cui ci si soffermerà oltre.

(89) In dottrina, la tesi storica dell'illiceità di qualsiasi convenzione di voto viene osteggiata già da alcuni autori contemporanei a Vivante. Viene criticata la mancata distinzione tra sindacati azionari e vendita del voto (ipotesi, quest'ultima, in cui manca l'obiettivo di perseguire un fine comune tra i soci sindacati); la natura del voto come diritto personalissimo e non cedibile viene negata dalla possibilità che esso possa essere esercitato da un rappresentante comune, dal creditore pignoratizio e dall'usufruttuario. Oltre alla già ricordata posizione della Commissione d'Amelio, di importanza fondamentale anche per i successivi sviluppi di dottrina e giurisprudenza è la posizione di Tullio Ascarelli (1931), che introduce la distinzione tra sindacati deliberanti all'unanimità (validi) e quelli deliberanti a maggioranza: questi ultimi vengono ritenuti invalidi in quanto – permettendo a una minoranza di azionisti, in funzione della loro prevalenza nell'ambito del sindacato, di imporsi ai soci che rappresentano l'effettiva maggioranza – violerebbero il principio maggioritario considerato di ordine pubblico. La tesi di Ascarelli è ripresa da De Gregorio (1938) il quale tuttavia affianca al criterio della struttura del sindacato (e quindi la differenza tra sindacati deliberanti all'unanimità e quelli deliberanti a maggioranza) quello che impone un'indagine sul contenuto dei patti, che non devono violare le norme di ordine pubblico poste a tutela delle società per azioni.

Nel vigore del codice attuale la dottrina dominante, abbandonata qualsiasi aprioristica condanna delle convenzioni di voto, fonda la valutazione circa la validità dei sindacati azionari – e dei patti parasociali in genere – essenzialmente su quest'ultimo profilo. In particolare, viene prospettata la necessità di un'indagine – da effettuarsi caso per caso – in ordine alla compatibilità del contenuto del patto ora con i principi “inderogabili”, di “ordine pubblico” delle società per azioni (JAEGER (1989), 237; FARENGA (1989), 64; VISENTINI (1988), 11; ROSSI (1993), 57 (che propone una distinzione tra società quotate e non quotate) ora con l'interesse sociale (OPPO (1987), 189) ora con entrambi i criteri (LIBONATI (1991), 105; SALANITRO (1988), 746.

Segue

finanziata che attribuisca al primo un potere di nomina e revoca di alcuni componenti gli organi sociali, nonché un potere di veto su materie di competenza dell'assemblea o del c.d.a.

Segue da pag. 44

Quanto invece alla distinzione tra sindacati deliberanti all'unanimità e quelli deliberanti a maggioranza, la dottrina è concorde nel negare validità a questo criterio. Cfr. JAEGER (1989), 233; LIBONATI (1993), 19; SCHLESINGER (1993), 111; LIBONATI (1991), 102; VISENTINI (1988), 6; FARENGA (1990), 789; OPPO (1987), 188; FARENGA (1987), 322; FARENGA (1986), 477; ROSSI (1993), 60. Contra: BUONOCORE (1975), 441. Il dibattito circa i criteri di validità dei patti parasociali non viene meno a seguito degli interventi legislativi degli ultimi venti anni che menzionano i patti di sindacato come strumento di controllo societario (cfr. nota precedente): nonostante l'opinione di alcuni autori (COSTI (1993), 45; VISENTINI (1988), 6) queste previsioni – pur confermando implicitamente che il fenomeno parasociale di per sé non è incompatibile con la disciplina delle società per azioni – non riconoscono espressamente la validità dei sindacati di voto, ma lasciano impregiudicato il problema della definizione dei limiti che l'autonomia contrattuale incontra.

Più controversa è invece la situazione conseguente alle disposizioni del Testo Unico dell'intermediazione finanziaria (art. 122 D.lgs. 58/98), per la quale si rinvia a quanto verrà detto nel testo e alla nota 91.

(90) La giurisprudenza, dopo una posizione in assoluto orientata per la illiceità e invalidità dei sindacati di voto (anni '30-'50) sulla base delle stesse considerazioni espresse da Vivante, assume via via un atteggiamento meno severo, probabilmente anche a seguito della maggiore adesione alla tesi contrattualistica dell'interesse sociale, che porta a configurare il voto non più come un dovere-funzione, ma come un diritto attribuito al socio per il perseguimento del suo interesse personale e che trova come unico limite quello del conflitto di interesse. Accantonati i giudizi aprioristici sull'illiceità delle convenzioni di voto, il problema viene invece affrontato sotto la duplice prospettiva della violazione del principio di maggioranza e della compatibilità degli accordi con le norme inderogabili del diritto societario. In particolare, sono considerati nulli i sindacati deliberanti a maggioranza (perché idonei a formare maggioranze fittizie; perché in questo modo l'assemblea di ridurrebbe a “un mero simulacro” o “permanentemente svuotata di contenuto”); quelli deliberanti all'unanimità vengono in linea di principio ammessi, previa verifica della loro liceità – da condursi caso per caso – rispetto alle norme imperative delle spa: la liceità dei patti viene valutata non in base all'esistenza o meno di un interesse meritevole di tutela (ex art. 1322) ma in base al confronto con uno schema di riferimento rigido, che si presume indispensabile per la protezione degli interessi coinvolti. Così, quegli stessi principi che la dottrina ritiene inderogabili unicamente sotto il profilo formale (ad esempio, in tema di funzionamento e attribuzioni dell'assemblea è largamente condivisa l'opinione che siano le regole formali del procedimento assembleare quelle che non possono essere derogate e che, dunque, sotto questo profilo, con i sindacati di voto nulla cambia nel funzionamento dell'assemblea) vengono invece richiamate dalla giurisprudenza avendo riguardo all'assetto sostanziale che il patto persegue.

Nel corso degli anni '90 tre sentenze importanti consentono di fare il punto della situazione. La prima (APPELLO ROMA 14 GENNAIO 1991) connessa al noto caso Mondadori-CIR, ha ritenuto illecito e quindi nullo un sindacato azionario, deliberante a maggioranza, che (tra l'altro):

- assicurava ai soci la ripartizione delle rispettive rappresentanze nel c.d.a.,
- prevedeva l'impegno degli amministratori di tenere conto delle direttive date dal sindacato,
- garantiva il rispetto delle obbligazioni assunte attraverso l'intestazione delle azioni sindacate a una società fiduciaria.

Mentre il tema della validità del patto di nomina di esponenti aziendali appare superato dalla successiva giurisprudenza di legittimità, non è chiaro se altrettanto possa dirsi circa le altre questioni affrontate (invalidità dei sindacati deliberanti a maggioranza, dei sindacati c.d. di gestione e di quelli c.d. a efficacia reale).

La seconda sentenza (CASS. 29 OTTOBRE 1994, N. 9827) è particolarmente interessante per il nostro caso concreto: riguarda il caso di un patto parasociale stipulato tra una finanziaria regionale, che aveva acquisito una partecipazione del 10% in una società per azioni, e gli altri soci della società; nell'accordo era previsto che in caso di mancato raggiungimento degli obiettivi indicati nel *business plan*, la finanziaria potesse rivendere la propria partecipazione agli altri soci, al prezzo di acquisto maggiorato del 7% annuo; nel caso, invece, in cui gli obiettivi fossero stati raggiunti gli altri soci avrebbero potuto riscattare le azioni della finanziaria. Il patto era stato ritenuto nullo dalle Corti di merito poiché idoneo a sottrarre la finanziaria dalla partecipazione agli utili e alle perdite e, conseguentemente, in contrasto con il divieto di patto leonino. Qui la Corte di Cassazione mostra di seguire un percorso interpretativo estremamente innovativo, forse non adeguatamente messo in luce dalla dottrina (i soli due commenti disponibili si focalizzano infatti sul tema del patto leonino e non su quello del patto parasociale); essa afferma infatti che:

- l'analisi della liceità del patto deve essere valutata non alla stregua della sussistenza o meno di una violazione formale del divieto di patto leonino, ma indagando se “il negozio costituente il patto parasociale, pur contenendo una clausola di esclusione da rischi e da utili che verrebbero caricati agli altri contraenti (i quali siano a loro volta soci) abbia una sua autonomia funzione meritevole di tutela a norma dell'art. 1322 c.c.”;
- le ragioni di politica economica sottese al divieto di patto leonino – i.e.: evitare la presenza di soci disinteressati alla buona gestione dell'impresa – non verrebbero messe in discussione; al contrario, nel caso

Segue

La risposta varia a seconda della portata applicativa e sistematica che si intenda attribuire alle disposizioni dell'art. 122 del Testo Unico dell'intermediazione finanziaria (D.lgs. 58/98). Se e come questa norma abbia inciso in modo determinante sulla questione generale della validità dei patti è infatti controverso in dottrina (91); che la risposta debba

Segue da pag. 45

concreto, il patto parasociale considerato nel suo complesso e, in particolare, l'individuazione dei parametri economici da perseguire e la presenza di clausole "penali o premiali", mostra l'interesse della finanzia-ria alla buona gestione della società;

- in generale, "la funzione del negozio parasociale (ancorché comporti in via di ipotesi la sottrazione della finanziaria regionale dalle partecipazioni alle perdite e agli utili) è tutt'altro che irrilevante, dovendosi accertare se detta sottrazione abbia una finalità meramente elusiva del divieto dell'art. 2265 c.c., ovvero integri una funzione autonomamente meritevole di tutela, validamente deducibile in un contratto distinto dal contratto sociale, ancorché presupponga un contratto sociale".

La terza sentenza (CASSAZIONE 20 SETTEMBRE 1995, N. 9975), che ha ricevuto larga eco in dottrina, riguarda un patto parasociale stipulato per la designazione di amministratori e sindaci: questo viene considerato nullo non sulla base delle consuete argomentazioni, bensì perché privo di termine finale. Al di là della soluzione data allo specifico caso, la sentenza è di rilievo per le argomentazioni addotte che superano l'impostazione tradizionale. Dopo aver affermato che il problema della validità dei sindacati azionari non può risolversi in una aprioristica condanna dei medesimi giacché la frequenza con cui la recente legislazione allude ai patti di sindacato "rende improponibile la tesi di un'incompatibilità di principio tra ordinamento societario e gli accordi parasociali destinati a disciplinare l'esercizio del diritto di voto in assemblea", la Cassazione prosegue sostenendo che non persuade l'opinione secondo cui "il sindacato di voto, ed in specie l'accordo parasociale avente ad oggetto la nomina di organi della società, svuoterebbe l'assemblea di ogni significato" perché "il vincolo nascente dal patto di sindacato opera su un terreno che è esterno all'organizzazione sociale" e che "altro è riconoscere il potere dell'assemblea, come organo collegiale, di deliberare sugli oggetti di sua competenza, altro è pretendere [...] che la volontà individuale di coloro che sono chiamati a votare in assemblea si formi spontaneamente in quella sede".

La dottrina si è diffusamente soffermata sulla portata innovativa dei principi espressi in questa sentenza (BUONOCORE (1995); CALANDRA BONAURA (1995); CORSI (1995); COSTI (1995); GAMBINO (1995); JAEGER (1995); OPPO (1999), 217); e su quelli – viceversa – che vengono lasciati impregiudicati: tra questi ultimi, secondo alcuni, "il vero nodo concernente il tema dei sindacati di voto a maggioranza" (GAMBINO (1995), 74); secondo altri, invece, la sentenza avrebbe affermato la piena liceità delle convenzioni di voto, quali che ne siano la struttura e l'oggetto, con l'unico limite della necessaria determinatezza temporale del vincolo assunto.

Per un'analisi del percorso storico di dottrina e giurisprudenza si rinvia a JAEGER (1989); FARENGA (1989); un'analisi storica della sola giurisprudenza è contenuta in BERNARDINI (1988) e nel testo della sentenza sul caso Mondadori-CIR (APPELLO ROMA 14 GENNAIO 1991).

(91) In generale, mentre la dottrina è unanime nel riconoscere che l'art. 122 conferma come non sia più sostenibile la tesi della illiceità di qualsiasi convenzione di voto, diverse sono le opinioni circa i riflessi di tale norma sulle condizioni di validità delle convenzioni stesse e dei patti parasociali in genere. Secondo alcuni il T.U.F., sulla scia della precedente legislazione, non avrebbe assunto una posizione precisa su questo tema, ma avrebbe unicamente inteso disciplinare gli effetti che i patti parasociali validi possono produrre sul funzionamento delle società. Cfr. LISANTI (1999), 916; PICCIAU (1999), 825 e 833; SALAFIA (1999), 263. In particolare, la norma non risolverebbe il problema connesso alla validità dei sindacati a maggioranza né di quelli a efficacia "reale": LISANTI (1999), 916. Secondo altri la disposizione consentirebbe invece di superare il problema dei sindacati a maggioranza (OPPO (1999), 1135; OPPO (1998), 220; CARBONETTI (1998), 912; ATELLI (1999), 666; CAMPOBASSO (1999), 333; COSTI (1998), 131; PAVONE LA ROSA (1998), 342; KUSTERMANN (1998), 911) e di quelli a "efficacia reale" (OPPO (1998), 222; KUSTERMANN (1998), 911; COSTI (1998), 132; OPPO (1999), 1137), ferma restando la necessità di un'indagine, da condursi caso per caso, sulla compatibilità dei patti parasociali con i principi inderogabili delle società per azioni, la loro riferibilità all'interesse sociale, la meritevolezza degli interessi che essi intendono perseguire. Cfr. SANTONI 1999, 203; PINNARÒ (1999), 778.; CARBONETTI (1998), 910; OPPO (1999), 1135; OPPO (1998) 218; KUSTERMANN (1998), 913. Annettono alla disposizione dell'art. 122 la conseguenza di aver definitivamente e esplicitamente riconosciuto la legittimità dei patti parasociali (senza ulteriori precisazioni): CHIAPPETTA (1998), 1008; ATELLI (1998), 666; CAMPOBASSO (1999), 333; FURFARO (1999), 121. Secondo COSTI (1998), l'art. 122 avrebbe ricondotto i patti parasociali ivi menzionati nell'ambito dei contratti tipici, con la conseguenza di non rendere necessaria neppure l'indagine circa la meritevolezza degli interessi perseguiti. La relazione di accompagnamento alla legge Draghi (pubblicata nel volume LA RIFORMA DELLE SOCIETÀ QUOTATE – QUADERNO DI GIURISPRUDENZA COMMERCIALE N. 187. GIUFFRÈ 1998) non contiene alcuna considerazione circa i riflessi della nuova norma sul tema delle condizioni di validità dei patti parasociali. Si può, anzi, notare come il testo dell'art. 122 – precedentemente all'esame delle Commissioni Parlamentari – fosse contenuto in più articoli, il primo dei quali rubricato "pubblicità dei patti parasociali riguardanti l'esercizio del voto" e come la Relazione a questo articolo spieghi che "la norma individua il regime di pubblicità dei sindacati di voto [...]".

valere sia per le società quotate (e per le società che le controllano), sia per quelle non quotate è invece opinione assolutamente dominante (92).

Pur avendo presente che in proposito non v'è ancora giurisprudenza, né di legittimità né di merito, su alcuni aspetti tuttavia sembra possa darsi una risposta sufficientemente univoca.

Il primo è che la menzione dei sindacati di voto da parte del legislatore speciale degli ultimi 20 anni (93) e la disciplina contenuta nell'art. 122 della legge Draghi rende non più sostenibile la tesi dell'incompatibilità *di principio* dei sindacati di voto (e degli altri patti parasociali menzionati nello stesso articolo) con la disciplina della società per azioni (94).

Il secondo è che, ferma restando la competenza formale dell'assemblea alla nomina degli amministratori, il patto con il quale al *venture capitalist* viene attribuito un potere di designazione di alcuni componenti del c.d.a. è da considerarsi lecito. Questa conclusione sembra possa trarsi anche prescindendo dai riflessi sistematici dell'art. 122 T.U.F.: essa è non solo confermata dal fatto che quello stesso diritto può essere attribuito al *venture capitalist* per via statutaria (95); ma è anche confermata dalla stessa giurisprudenza, oltre che dall'unanime dottrina (96).

Quanto al patto che subordini all'assenso del *venture capitalist* materie di competenza dell'assemblea – ordinaria e straordinaria – bisogna innanzitutto rilevare che il ricorso a un sindacato deliberante all'unanimità, prevedendo il necessario accordo unanime tra i soci aderenti al sindacato, si risolverebbe in sostanza nell'attribuzione di un potere di veto non solo al *venture capitalist* ma anche a tutti gli altri soci sindacati. Tale circostanza non consentirebbe di attuare pienamente quello spostamento del potere decisionale da un socio (imprenditore) a un altro (finanziatore) che invece i *restrictive covenants* intendono realizzare (97) e potrebbe comportare “stalli decisionali” di difficile risoluzione (98).

In relazione a ciò, sarebbe preferibile l'adozione di un sindacato deliberante con il voto determinante del *venture capitalist*, soluzione che tuttavia apre la strada alla nota *querelle* – alla quale si è sopra fatto cenno (99) – in ordine alla compatibilità con il nostro ordinamento dei sindacati non deliberanti all'unanimità. Il problema sembra invero presentarsi all'attenzione nel nostro caso in modo ancor più intenso: attribuire al *venture capitalist* un

(92) OPPO (1998), 215; OPPO (1999), 1131; COSTI (1998), 134; KUSTERMANN (1998), 917; SALAFIA (1999), 268; CAMPOBASSO (1999), 333; PINTO (1999), 1364; ATELLI (1998), 667; PAVONE LA ROSA (1998), 343; CARBONETTI (1998), 909.

(93) Cfr. nota 88.

(94) Su questo punto è concorde non solo la dottrina, ma anche la giurisprudenza formatasi prima del Testo Unico dell'intermediazione finanziaria. Cfr. CASS. 20 SETTEMBRE 1995, N. 9975 brevemente illustrata nella nota 90.

(95) Come si è già avuto modo di rilevare, questa possibilità è oramai non più controversa alla luce dell'art. 136 del T.U.F., né sembra controversa l'opinione secondo cui l'autonomia contrattuale nella definizione del contenuto dei patti è ampia almeno quanto quella riconosciuta dalla legge allo statuto. Cfr. su quest'ultimo punto, JAEGER (1989).

(96) Si tratta sempre di CASS. 20 SETTEMBRE 1995, N. 9975 cui adde in giurisprudenza TRIB. BOLOGNA 12 DICEMBRE 1995. In dottrina si vedano, tra gli altri: FARENGA (1987), 367; LIBONATI (1993); JAEGER (1989); VISENTINI (1988), 11; LIBONATI (1991) nota 34 e pag. 108; LIBONATI (1993), 21; SALAFIA (1999), 263.

(97) Parimenti non costituirebbe un idoneo strumento di tutela il sindacato all'unanimità che si risolvesse, in caso di mancato accordo, nella possibilità di ciascuno dei soci di votare in assemblea come preferisce (patto di consultazione).

(98) A questo proposito, si osserva che ove vengano stipulati sindacati deliberanti all'unanimità, gli accordi sono solitamente corredati di apposite previsioni volte, attraverso l'uso di tecniche di varia natura, a consentire di superare la situazione di stallo. Tali tecniche replicano quelle in uso nelle *joint ventures* paritarie, per un'analisi delle quali si rinvia a DAINO (1988); BIANCONI E DE NICOLA (1995).

(99) Cfr. note 89, 90 e 91.

voto determinante all'interno del sindacato significa infatti – quantomeno nei casi in cui l'accordo riguardi l'intera compagine sociale – attribuire peso determinante ad un socio minoritario anche in seno al sindacato stesso: si tratterebbe, quindi, di un sindacato che delibera non a maggioranza degli aderenti, ma con il voto determinante di una minoranza predefinita. È chiaro che questo problema potrebbe dirsi positivamente risolto se la disposizione dell'art. 122 del T.U.F. avesse, come sostiene parte della dottrina, legittimato definitivamente i vincoli all'esercizio del voto indipendentemente dal modo con cui essi vengano concordati (100) o se, prima ancora, lo stesso effetto fosse implicitamente derivato dall'orientamento della Cassazione del 1995 (101); ma, si ripete, questa soluzione non può darsi definitivamente per accolta considerato l'incerto panorama giurisprudenziale precedente al T.U.F. e l'assenza di pronunce successive all'entrata in vigore dell'art. 122.

Rimane infine da considerare la questione della compatibilità dei patti di sindacato stipulati dal *venture capitalist* rispetto ai principi di ordine pubblico della disciplina delle spa, la loro riferibilità all'interesse sociale, la meritevolezza degli interessi che essi intendono realizzare. Sul punto, si osserva che anche la dottrina più permissiva nei confronti dei patti parasociali ha sempre segnalato come la tesi che postula l'assoluta autonomia contrattuale dei soci sia inaccettabile, dovendosi comunque condurre un'indagine caso per caso sul contenuto dei patti e sulla loro compatibilità e conformità ai principi inderogabili del diritto societario. Questo approccio, che non sembra venuto meno a seguito del T.U.F., espone ovviamente la risposta circa la validità dei *restrictive covenants* stipulati dal *venture capitalist* a margini di incertezza. Infatti, anche se la giurisprudenza ha riconosciuto che “il patto di sindacato opera su un terreno esterno all'organizzazione sociale” e che, conseguentemente, “i vincoli all'esercizio del diritto di voto non incidono sul funzionamento e sulle attribuzioni dell'organo assembleare”, fino a che punto possa spingersi la contrapposizione tra questi due piani (sociale e parasociale) non è ancora per nulla certo (102).

Alcuni esempi, sempre relativi al caso del *venture capital*:

- possono i soci preventivamente vincolarsi a non distribuire gli utili (ferma restando la necessità di una specifica delibera dell'assemblea)? Qui vengono in discussione non tanto le regole di funzionamento dell'assemblea – che verrebbero formalmente rispettate – quanto la compatibilità del patto con l'essenza stessa del contratto di società (cfr. art. 2247 c.c.) (103);
- può il patto prevedere la possibilità per ciascun socio sindacato di impartire istruzioni “vincolanti” agli amministratori rispettivamente nominati? Qui, a venire all'attenzione non sono le attribuzioni gestorie del c.d.a. (che rimarrebbe competente a decidere e responsabile per gli atti deliberati), quanto il dovere dell'organo amministrativo di agire

(100) Cfr. nota 91.

(101) Cfr. nota 90.

(102) Anche il paradigma della meritevolezza della tutela lascia all'interprete ampi gradi di discrezionalità, se non altro per la scarsità di precedenti giurisprudenziali. Nell'unica sentenza della Cassazione che fa riferimento a tale principio (CASS. 29 OTTOBRE 1994, N. 9827, brevemente riassunta nella nota 90) la tesi sostenuta (secondo cui la meritevolezza non va valutata guardando separatamente a ciascuna clausola, ma presuppone un'indagine generale sul contenuto dell'intero patto parasociale volta a verificare se la funzione complessiva che esso intende realizzare sia meritevole di tutela) è suggestiva e interessante per la soluzione anche del nostro caso: da quanto si è cercato di spiegare nella prima parte di questo lavoro, la presenza dei *restrictive covenants* adempie all'obiettivo di realizzare un equilibrio dei poteri endosocietari (diverso da quello previsto dalla legge) la cui funzione economica diretta consiste nel permettere il monitoraggio nel continuo di imprese particolarmente rischiose e a cui indirettamente può farsi dipendere lo sviluppo di imprese ad alto potenziale di sviluppo.

(103) Cfr. sul punto, anche se in forma dubitativa e con riferimento a una clausola statutaria, COLOMBO (1994), 507.

nell'esclusivo interesse sociale e non secondo istruzioni provenienti da alcuni azionisti (104).

Discorso in parte analogo deve farsi in ordine alla possibilità di dotare il patto parasociale di "efficacia reale", attraverso il ricorso ad istituti che ne garantiscano l'esecuzione (mandato collettivo irrevocabile; comunione di azioni; l'intestazione delle azioni a una società fiduciaria). Il tema, risolto in senso negativo dalla giurisprudenza antecedente all'emanazione del Testo Unico dell'intermediazione finanziaria, trova in dottrina una soluzione diversa a seconda dei riflessi sistematici che si attribuiscono all'art. 122 T.U.F.: ancora una volta, per avere indicazioni più certe occorrerebbe attendere l'orientamento delle Corti successivo a tale norma.

4.4. *La disciplina della way out e le clausole limitative del trasferimento*

Nell'affrontare il tema della compatibilità con il nostro diritto societario delle clausole usualmente concordate per disciplinare il trasferimento della partecipazione del socio imprenditore e del *venture capitalist*, bisogna preliminarmente segnalare che tra di esse ve ne sono alcune ritenute decisamente inammissibili nel nostro ordinamento e altre considerate, invece, sicuramente consentite. Su entrambi questi insiemi non sembra necessario soffermarsi in dettaglio, mentre appare opportuno dedicare maggiore attenzione nei confronti di quelle pattuizioni sulle quali il giudizio di ammissibilità è più incerto.

Appartiene alla categoria delle clausole decisamente inammissibili l'attribuzione al *venture capitalist* di un diritto di recesso da esercitare allo scadere del periodo: secondo l'orientamento giurisprudenziale dominante le ipotesi di recesso contemplate dal codice devono considerarsi tassative, con la conseguenza che nessuno spazio può essere lasciato all'autonomia delle parti (105). L'ipotesi descritta appare più confacente alla realtà dei paesi anglosassoni, che prevedono la possibilità per le società di emettere speciali classi di azioni fornite di tale diritto su domanda del titolare (cd. *redeemable shares*) (106).

(104) Su questo tema, a fronte della posizione negativa della giurisprudenza, si registrano posizioni divergenti in dottrina. Da un lato si ritiene che il patto teso a indirizzare le scelte degli amministratori si traduca solo nell'impegno dei soci – e nella responsabilità di ciascun socio sindacato nei confronti degli altri – a far sì che l'amministratore scelga la soluzione preventivamente concordata dai soci stessi: il che sarebbe lecito perché l'amministratore resterebbe comunque libero di seguire o meno la scelta suggeritagli, nel rispetto di quella che egli ritenga essere la miglior tutela dell'interesse sociale: LIBONATI (1991), 108, nota 34; JAEGER (1989), 242; LIBONATI (1993), 22; VISENTINI (1988), 11; SBISÀ (1997), 575; RUBINO DE RITIS (1997), 895.

Dall'altro, vi è invece chi fa notare come non sia accettabile "il diffuso ragionamento secondo cui il patto fra soci, vincolando solo questi ultimi, lascerebbe del tutto liberi gli amministratori. In realtà, l'impegno degli azionisti [...] in tanto ha senso in quanto si prospetti, da parte di ciascuno dei soci, quale "promessa del fatto del terzo" [...]. Ma se il terzo, l'amministratore, deve davvero restare "libero" [...] il patto non può vincolare neppure le sole parti, dal momento che, altrimenti, queste non potrebbero "adempiere" senza esercitare pressioni (indebite) sui consiglieri di rispettiva designazione". Conseguentemente, "il potere del sindacato di dare direttive agli amministratori va considerato *sempre* inammissibile". SCHLESINGER (1993), 108; SALAFIA (1988), 751.

(105) Cfr. per una dettagliata analisi della disciplina del diritto di recesso e degli orientamenti di giurisprudenza e di dottrina CAPPIELLO (2001).

(106) Nel rinviare a quanto si è detto nella nota 43 in ordine all'ammissibilità di clausole statutarie che prevedano un diritto di riscatto della società in ordine alle azioni del *venture capitalist*, si osserva che una modalità alternativa di *exit* potrebbe consistere nell'offerta in vendita delle azioni alla società da parte del *venture capitalist* attivando la disciplina dell'acquisto di azioni proprie (nei limiti previsti dall'art. 2357 o anche superando tali limiti laddove l'acquisto sia effettuato in attuazione di una delibera di riduzione del capitale). Questa soluzione – che (oltre a porre problemi di tutela dei creditori) presuppone un *bargain* tra minoranza e maggioranza in sede assembleare dagli esiti incerti se si considera che il motivo della sua attivazione risiede nella scarsa *performance* dell'impresa finanziata – è tuttavia ben diversa dall'attribuzione al *venture capitalist* di un diritto potestativo di ottenere il rimborso delle azioni.

Sono invece riconducibili alla categoria delle pattuizioni sicuramente consentite le clausole di prelazione, ammesse da giurisprudenza e dottrina sia nel caso in cui siano contenute nello statuto sia che vengano previste in patti parasociali (107).

Più complesso è invece il giudizio di ammissibilità nei confronti degli accordi che impediscono il trasferimento delle partecipazioni (clausole di *lock-up* o di *drag-along*), dei patti di *piggy-back* e dell'emissione di opzioni *put* o *put and call*, per i quali va affrontato il tema della loro compatibilità con il principio della libera trasferibilità delle azioni che connota la disciplina delle società per azioni nel nostro paese (108).

L'art. 2355, comma 3 del c.c. ammette, in via generale, clausole statutarie limitative del trasferimento di azioni, ma non consente invece – secondo l'interpretazione dominante tanto in dottrina quanto in giurisprudenza – clausole che vietino in modo assoluto il trasferimento della partecipazione (109) o che, pur non prevedendo esplicitamente un divieto di alienazione, in concreto ne determinino l'intrasferibilità (110).

Sotto questo profilo, è evidente che non potranno essere contemplate dallo statuto tanto le clausole che impediscono *tout court* il trasferimento tanto quelle ad esse solitamente abbinate che obbligano l'imprenditore a vendere la propria partecipazione nel caso il cui il *venture capitalist* abbia negoziato con un terzo la vendita dell'intera società (111). Alla stessa conclusione sembra inoltre debba giungersi con riferimento alle clausole di *piggy-back*: l'attribuzione al *venture capitalist* del diritto di partecipare pro-quota (o prioritariamente) all'atto di alienazione del socio imprenditore costringerebbe quest'ultimo a mantenere, contro la sua volontà, la titolarità di parte delle sue azioni e, secondo la giurisprudenza, si porrebbe in contrasto con il principio di libera circolazione delle azioni (112).

L'uso di patti parasociali è quindi, in questi casi, una via obbligata. Della validità dei sindacati di blocco non è possibile dubitare secondo la dottrina e la giurisprudenza dominante (113); inoltre la pratica societaria mostra un variegato uso di pattuizioni della specie che vanno dal divieto assoluto di alienare le azioni sindacate, alla previsione di patti di pre-

(107) GALGANO (1988), 153; ANGELICI (1991), 20; GASPERONI (1958), 190; GUERRA (1993), 219; PEDERSOLI (1993), 238; SBISÀ (1999) b, 1201; SANTOSUOSSO (1993), 36; STANGHELLINI (1997).

Meno ovvia è invece la soluzione ai temi dell'efficacia (reale o obbligatoria) della prelazione statutaria, e delle modalità di introduzione, modifica e soppressione della clausola: per una rassegna delle diverse posizioni su questi temi si rinvia a FERRO (1998); DE ANGELIS (1999), LUONI (1999); FIGONE (1999); EREDE (1993) e per la giurisprudenza recente a CASS. 26 NOVEMBRE 1998, N. 12012; APP. MILANO 1 LUGLIO 1998; TRIB. BOLOGNA 17 DICEMBRE 1996.

(108) Cfr. sopra Cap. 3 per una descrizione del contenuto di tali clausole.

(109) SBISÀ (1999) b, 1176 e 1181; FERRO (1998), 11; FIGONE (1997), 1310; GASPERONI (1958), 190; ANGELICI (1991), 19; CASS. 10 DICEMBRE 1996, N. 10970; APP. MILANO 23 GIUGNO 1997.

(110) Si veda, in particolare, CASS. 10 DICEMBRE 1996, N. 10970 con la quale la Corte ha ritenuto invalida la clausola che imponeva di effettuare il trasferimento solamente a favore di altri soci in una società a compagine sociale ristretta.

(111) "Tale obbligo deve infatti essere letto come limite al trasferimento delle azioni, in quanto meno la libertà di disporre delle azioni" in capo al titolare: PICCIAU (1999), 863, nota 101.

(112) L'opinione riportata nel testo è stata affermata da due sentenze di merito – TRIB. MONZA 7 MAGGIO 1997 e APP. MILANO 23 GIUGNO 1997 – riguardanti proprio l'inserimento nello statuto di società per azioni di clausole di co-vendita.

(113) SBISÀ (1999) b, 1175; FERRO (1998), 12; GASPERONI (1958), 190; SBISÀ (1997), 323; PEDERSOLI (1993), 233.

lazione, di clausole di *piggy-back* o di opzioni *put* e *put and call* (114). Peraltro, simili accordi dovranno rispettare il disposto dell'art. 1379 c.c. secondo cui "il divieto di alienare stabilito per contratto [...] non è valido se non è contenuto entro convenienti limiti di tempo e se non risponde a un apprezzabile interesse di una delle parti", ovvero la disposizione dell'art. 1331 c.c. che parimenti impone la presenza di un termine, nel caso di opzioni di vendita o di acquisto.

Un argomento testuale che rafforza l'ammissibilità di patti parasociali del tipo in discorso si rinviene nel Testo Unico dell'intermediazione finanziaria, che esplicitamente menziona i sindacati di blocco nelle sue varie forme nell'art. 122, comma 5, dove sottopone alla stessa disciplina dei sindacati di voto anche "i patti che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse" (lettera b) nonché quelli che "prevedono l'acquisto delle azioni e degli strumenti finanziari previsti dalla lettera b) (lettera c). Nella prima disposizione rientrano infatti, non solo i patti che escludono in toto la trasferibilità delle azioni e quelli di prelazione o gradimento, ma anche i patti di *drag-along* e di *piggy-back* (115), la seconda comprende anche i patti di opzione *put* e *call* (116).

4.5. *Alcuni spunti di analisi comparata*

Questa breve rassegna ha messo in luce i problemi che emergono nel nostro diritto societario di fronte alla possibilità di adottare – nelle operazioni di *venture capital* – le soluzioni che gli economisti hanno indicato come ottimali, e che la prassi degli altri paesi segue, per ridurre le asimmetrie informative e i costi di agenzia che connotano in modo estremo il rapporto tra *venture capitalist* e imprenditore.

Le considerazioni svolte sembrano confermate dai (pochi) dati disponibili in ordine alle caratteristiche tecnico-giuridiche delle operazioni effettuate in Italia (117), dai quali risulta che:

- il *venture capitalist* sottoscrive solitamente un mix di titoli composto di azioni ordinarie, azioni privilegiate e obbligazioni convertibili;
- i *restrictive covenants* vengono previsti facendo uso di patti parasociali; in alcuni casi si fa ricorso a clausole statutarie che prevedono un rafforzamento dei quorum per le sole assemblee straordinarie; la nomina di componenti del c.d.a. da parte del *venture capitalist* è invece affidata alla previsione del voto di lista, contenuta nello statuto, o a patti parasociali;

(114) PEDERSOLI (1993), 233; SBISÀ (1999) b, 1175. Ulteriori profili vengono all'attenzione con riferimento alla compatibilità delle clausole di *put* e di *put and call* con il divieto di patto leonino. Il complesso di queste pattuizioni, e in particolare, la predeterminazione del prezzo di riacquisto della partecipazione del *venture capitalist* da parte del socio imprenditore (ad es. ad un prezzo pari al costo sostenuto dal *venture capitalist* per l'acquisto dell'interessenza maggiorata di una percentuale calcolata su base annua) è da taluni ritenuto in contrasto con il divieto di patto leonino in quanto volto a escludere il socio finanziatore da ogni partecipazione alle perdite (o al maggior valore della partecipazione) nel periodo intercorrente tra l'acquisto e la vendita della stessa. Cfr. per una trattazione completa in dottrina su tale punto ABRIANI (1994), 138 e ss. e i rinvii in esso contenuti. Al riguardo, bisogna tuttavia rilevare che il tema ha ricevuto espressa soluzione dalla giurisprudenza di legittimità (cfr. ancora Cass. 29 OTTOBRE 1994, N. 9827, brevemente illustrata nella nota 90) secondo cui patti parasociali di smobilizzo della partecipazione aventi il contenuto sopra descritto non violerebbero il divieto di patto leonino.

(115) PICCIAU (1999), 863.

(116) LISANTI (1999), 917.

(117) Cfr. EVCA (1999).

- le clausole di *way out* vengono introdotte mediante patto parasociale, ad eccezione dei diritti di prelazione, che possono essere previsti anche per statuto. Diritti di recesso a favore del *venture capitalist* ulteriori rispetto a quelli disciplinati dalla legge non sono previsti.

In altri paesi, viceversa, la disciplina di diritto societario consente l'adozione di misure capaci di proteggere in modo più pregnante il *venture capitalist*.

Nei paesi anglosassoni, l'estrema flessibilità riconosciuta all'autonomia privata dalla disciplina delle società per azioni non quotate (*close corporations* negli USA, *private companies* nel Regno Unito) nel strutturare i diritti connessi con la partecipazione sociale, consente di configurare gran parte dei diritti patrimoniali e amministrativi attribuiti al *venture capitalist* come diritti inerenti ad una "classe" o categoria di azioni, con la conseguente immodificabilità degli stessi senza l'assenso della classe stessa (118). Questa soluzione si combina in modo variegato con previsioni statutarie e accordi parasociali.

Nel Regno Unito, il finanziamento avviene attraverso la sottoscrizione di una o più categorie di titoli, tra i quali – oltre alle obbligazioni, anche convertibili – le azioni privilegiate o/e le azioni privilegiate convertibili "redimibili" su richiesta del titolare (119); sul fronte dei *covenants*, vengono attribuiti direttamente, attraverso previsioni contenute negli *articles of association*, i diritti di nomina dei componenti del c.d.a., i poteri di veto, le clausole di *exit* (come quelle di *drag-along* e di *piggy-back*). Inoltre, gli *articles* possono prevedere il divieto di trasferimento assoluto delle azioni. A volte, per motivi di riservatezza, parte degli accordi vengono recepiti – anziché negli *articles*, in patti parasociali: ma diversamente che nell'ordinamento italiano, l'ammissibilità di questi ultimi non è messa in dubbio (120) e il loro adempimento assicurato mediante meccanismi che ne attribuiscono efficacia reale (121).

Negli Stati Uniti, quasi tutti i profili relativi alla partecipazione del *venture capitalist* (e dunque sia quelli patrimoniali, sia i *restrictive covenants* sia ancora i diritti di nomina di membri del c.d.a., nonché i diritti di recesso) possono essere contenuti nell'*equity agreement*; si è già detto del significativo utilizzo del *convertible preferred stock* e dei diritti patrimoniali ad esso inerenti; giova ora solo sottolineare che anche la rappresentanza nel consiglio di amministrazione della società finanziata e i poteri di veto possono risultare configurati come diritti relativi alla categoria di azioni sottoscritte dal *venture capitalist*. Parimenti, l'opzione di rivendita dei titoli alla società allo scadere del termine, esercitabile in assenza di altri meccanismi di *exit*, è strutturato come un diritto inerente al titolo (*redeemable o puttable shares*), così come le clausole di intrasferibilità o diritti di prelazione possono essere iscritte sul titolo azionario.

In generale, è interessante notare – sempre con riferimento agli Stati Uniti – che l'attribuzione di diritti di voto non è neppure appannaggio esclusivo della sola categoria degli azionisti, potendosi esso riconoscere anche ad altri fornitori di mezzi di finanziamento. In particolare, la sect. 221 della legge del Delaware sulle società (ma un'analoga previsione è contenuta nella legge del New York) prevede che "*every corporation may in its certifica-*

(118) Per un'indagine comparata dei meccanismi di tutela predisposti dai vari ordinamenti per la protezione dei diritti inerenti alle classi di azioni si veda GROSSO (1999).

(119) EVCA (1999); FARRAN, 315 e ss.

(120) FARRAR (1998), 136; SIMONETTI (1993), 438.

(121) Oltre al risarcimento dei danni, il mezzo di tutela più efficace e di cui vi sono abbondanti esempi nel campo delle convenzioni di voto, è la *injunction*, che può obbligare il socio a votare nel senso convenuto (*mandatory injunction*) o vietare al socio di tenere comportamenti diversi da quelli indicati nel patto (*restrictive injunction*). SIMONETTI (1993), 444.

te of incorporation confer upon the holders of any bonds, debentures, or other obligations issued or to be issued by the corporation the power to vote in respect to the corporate affairs and management of the corporation to the extent and in the manner provided in the certificate of incorporation [...]". Tale circostanza rende neutra per il *venture capitalist* la scelta della modalità di finanziamento dell'impresa rispetto al tema dei diritti di nomina e degli altri *restrictive covenants*, giacché anche in caso di apporto esclusivamente obbligazionario potranno essere allo stesso attribuiti poteri endosocietari (122).

Anche lo spazio possibile per gli *shareholders' agreements* è particolarmente ampio. La sect. 7.32 del *Model Business Corporation Act* (123) consente in particolare ai soci delle *close corporations* di modificare in modo significativo l'organizzazione della società mediante la conclusione di accordi in cui – tra l'altro – siano previsti:

- i) coloro che ricopriranno le cariche di amministratori e dirigenti della società;
- ii) particolari ripartizioni di poteri tra soci o tra soci e amministratori (in generale o su specifiche questioni);
- iii) poteri di gestione o sociali (quali, ad esempio, il voto decisivo in caso di mancato accordo con gli altri soci) a beneficio di un socio o di una categoria di soci;
- iv) lo scioglimento della società su richiesta di uno specifico socio o in presenza di condizioni determinate dal contratto;
- v) altri accorgimenti che incidano sull'assetto organizzativo della società.

Questi patti – che consentono la più diversificata allocazione dei poteri corporativi tra i soci e quindi permettono di strutturare il contratto sociale secondo le esigenze rappresentate dal *venture capital* – possono essere alternativamente previsti dallo statuto (*articles of incorporations* o *bylaws*) o stipulati per iscritto da tutti i soci; la loro modifica è possibile – salva diversa previsione – solo con il consenso di tutti i soci esistenti al momento della modifica; devono avere durata non superiore a 10 anni. La loro esistenza deve essere menzionata sul titolo azionario, ma la mancata annotazione non influisce sulla validità del patto (mentre dà all'eventuale acquirente in buona fede il diritto di risoluzione del contratto di vendita). Parimenti interessanti sono le previsioni che sanciscono l'efficacia del patto nei confronti della società anche quando esso sia in contrasto con altre disposizioni del *Model Business Corporation Act* e la possibilità di una sua esecuzione in forma spe-

(122) Il cenno all'indifferenza, nel diritto statunitense, tra apporto di capitale di rischio e apporto di capitale di debito rispetto al complesso delle pattuizioni che intervengono tra *venture capitalist* e impresa finanziata impone una riflessione anche con riferimento al nostro ordinamento.

Una più duttile regolazione dei rapporti tra *venture capitalist* e imprenditore potrebbe essere realizzata attivando – più che gli schemi societari – il diritto contrattuale generale, costruendo cioè l'apporto finanziario del *venture capitalist* come capitale di debito e, in particolare, per i motivi esplorati all'inizio di questo lavoro, sotto forma di obbligazioni convertibili in azioni. Tuttavia, mentre tale costruzione avrebbe il pregio di rendere per alcuni aspetti più flessibile la disciplina dei rapporti tra le parti, essa non fornirebbe al *venture capitalist* strumenti efficaci per prevenire il rischio di comportamenti opportunistici dell'imprenditore nel corso del rapporto di finanziamento. Il divieto, implicito nel nostro ordinamento, di attribuzione di poteri endosocietari a soggetti che non siano azionisti, escluderebbe infatti la possibilità di ricorrere a strumenti quali la *board representation* o i *restrictive covenants*.

E se è pur vero che l'uso dei c.d. *bond covenants* può in qualche modo contribuire a ridurre questo rischio, è altrettanto vero che tali pattuizioni, almeno in Italia, permettono al finanziatore unicamente di richiedere il rimborso anticipato del prestito nel caso in cui si siano verificati determinati eventi negativi, predefiniti nel contratto di finanziamento: situazione di portata ed efficacia ben diversa rispetto all'attribuzione di poteri di intervento nella vita societaria volti a evitare l'insorgenza di quegli stessi eventi.

(123) Come noto, negli USA la legislazione in materia societaria è di competenza statale e come tale varia da Stato a Stato. Tuttavia, la maggioranza degli Stati modella le proprie regole sulla base di quanto previsto nel *Model Business Corporation Act*.

cifica; degna di nota è infine la circostanza che la legge preveda espressamente l'inefficacia di tali accordi in caso di quotazione della società (124).

In Germania, le operazioni di *venture capital* vengono svolte utilizzando, alternativamente, la forma giuridica della AG (società per azioni) o della GmbH (società a responsabilità limitata) (125).

In verità l'uso della prima forma giuridica deve confrontarsi con l'esiguo spazio lasciato all'autonomia statutaria dei soci dall'art. 23, comma 5 del AktG il quale stabilisce, con una norma di carattere generale, che le disposizioni di legge sono inderogabili salva espressa previsione contraria.

Tuttavia, se paragonata alla normativa italiana, la rigidità della disciplina tedesca sembra quasi scolorire di fronte all'evidenza che quest'ultima permette risposte sicuramente più efficienti alle esigenze contrattuali del *venture capitalist*. In particolare, si segnala che secondo l'AktG è possibile attribuire alla minoranza un potere di veto sulle delibere dell'assemblea ordinaria e straordinaria, sia attraverso un rafforzamento dei quorum, sia (per le sole assemblee straordinarie) mediante un meccanismo simile al *class voting*. L'art. 138 dell'AktG consente infatti allo statuto di prevedere che determinate deliberazioni, ulteriori rispetto a quelle individuate dalla legge, non possano essere assunte se non previa favorevole deliberazione dell'assemblea speciale raggruppante determinati azionisti. Con riferimento invece ai diritti di nomina (126) e alla disciplina della *way out* (divieti di cessione delle azioni; clausole di co-vendita etc.) se è vero che l'ordinamento tedesco impedisce di recepire nello statuto tutte le clausole del modello contrattualistico americano, è pur vero che il medesimo obiettivo può essere realizzato attraverso il ricorso a patti parasociali, considerati generalmente leciti (127) e, se stipulati tra tutti i soci, dotati di efficacia reale (128).

Il ricorso alla forma della GmbH consente, invece, di applicare per intero il modello americano attraverso disposizioni statutarie: ciò in quanto, come noto, la disciplina delle società a responsabilità limitata in Germania è estremamente flessibile e consente all'auto-

(124) Per un commento sugli *shareholders' agreements* previsti dalla Sect. 7.32 si veda ADAMS e MATHESON(1998), 56. Sotto il profilo della tutela, cfr. SIMONETTI (1993), 444.

(125) BAUMS E GILSON (1999); EVCA (1999). Una ulteriore forma giuridica utilizzate per le operazioni di *venture capital* è quella della società di persone partecipata da società di capitali, possibile in Germania ma preclusa da noi.

(126) Tenuto conto della struttura dualistica dell'organo amministrativo tipica delle società per azioni tedesche, il diritto di nomina è da intendersi come relativo alla nomina dei componenti del consiglio di sorveglianza: ciò tuttavia non fa venire meno la possibilità per il *venture capitalist* di influire, tramite i componenti da esso nominati, sulla gestione sociale in quanto – pur essendo questa di competenza del direttorio e non del consiglio di sorveglianza – è consentito allo statuto (art. 111, comma 4 AktG) attribuire a quest'ultimo un potere di veto su taluni atti di gestione.

(127) In tema di patti parasociali, l'esperienza tedesca si connota per l'affermazione dottrinale e giurisprudenziale della generale liceità dei patti e delle convenzioni di voto, salvo le ipotesi previste dall'art. 136, comma 2 AktG; quest'ultimo vieta le convenzioni in forza delle quali l'azionista si obbliga a:

- disporre del proprio voto secondo le indicazioni della società, del c.d.a. o del consiglio di sorveglianza o secondo le direttive di un'impresa controllata;
- votare in ogni caso a favore delle proposte del c.d.a. o del consiglio di sorveglianza.

(128) Con riferimento infine ai diritti patrimoniali, si segnala che mentre è possibile l'uso di azioni privilegiate con dividendo cumulativo la possibilità di corredarle di un diritto di conversione in azioni ordinarie esercitabile su richiesta del *venture capitalist* è preclusa dalle disposizioni relative agli aumenti di capitale (art. 192 AktG).

Per un'analisi di dettaglio dei problemi posti dalla disciplina dell'AG all'importazione in Germania del modello americano delle operazioni di *venture capital* si veda: BAUMS E MÖLLER (2000); BAUMS E GILSON (1998); BAUMS E GILSON (2001).

nomia statutaria di disciplinare il contratto sociale nel modo più confacente agli interessi delle parti. In particolare, ai sensi dell'art. 45 della GmbHG, le s.r.l. tedesche sono rette dal principio generale secondo cui i diritti dei soci e il loro esercizio sono disciplinati dallo statuto, salvo contrarie disposizioni di legge, e conseguentemente, l'intero assetto organizzativo ricade nell'ambito dell'autonomia statutaria. È evidente, tuttavia, che l'uso di questa forma giuridica non permette al *venture capitalist* di combinare apporto di capitale di rischio con la sottoscrizione di obbligazioni (la cui emissione è vietata alle s.r.l.); inoltre, se le parti hanno pianificato la quotazione, questa deve essere preceduta dalla trasformazione della società finanziata in società per azioni.

5. Conclusioni e prospettive de iure condendo

Le considerazioni svolte per la Germania fanno sorgere l'interrogativo se anche in Italia le difficoltà segnalate con riferimento alla disciplina della società per azioni verrebbero superate adottando per le operazioni di *venture capital* la forma della società a responsabilità limitata, e quali vantaggi e svantaggi eventualmente avrebbe questa soluzione. La risposta è tuttavia deludente: nonostante le intenzioni del legislatore del '42 (129), i connotati tipici della s.r.l. italiana si sono attenuati fino al punto di far svanire quasi ogni diversità di funzione economica e di struttura giuridica rispetto alla società per azioni.

Questo effetto è dovuto a una pluralità di concorrenti ragioni: “il venir meno di ogni significato economico del capitale minimo; la circostanza che la disciplina della s.r.l. fu modellata, salvo differenze non essenziali e veramente caratterizzanti, sulla disciplina delle società per azioni, così trasferendo all'istituto rigidità e oneri eccessivi rispetto al modello economico di riferimento” (130) poichè anche la s.p.a. era stata, a sua volta, concepita per grandi imprese con partecipazione diffusa e non per dimensioni intermedie; l'orientamento dominante in giurisprudenza, “dal quale – benché non unanime e per giunta fortemente contrastato in dottrina – scaturisce un quadro di sostanziale appiattimento (nel senso di una pervasiva inderogabilità della normativa legale, soprattutto di organizzazione) di un tipo a compagine ristretta come la s.r.l. sopra un modello che sconta invece una potenziale apertura della compagine sociale come quello della s.p.a.” (131).

Da un'analisi della giurisprudenza in tema di s.r.l. si trovano infatti spesso ribaditi quei principi, sopra richiamati con riferimento alle s.p.a., che impediscono l'adozione di strumenti di protezione efficace per il *venture capitalist*. Viene infatti affermato che il criterio della “rigidità della struttura corporativa” come contrappeso alla limitazione della responsabilità è regola generale di tutte le società di capitali e dunque anche delle s.r.l.; che il principio di maggioranza è inderogabile anche per le s.r.l., e dunque non permette neppure per queste ultime la previsione per statuto del consenso unanime dei soci per talu-

(129) Come noto, la disciplina della società a responsabilità limitata è stata introdotta nel nostro ordinamento con il codice del 1942 al fine di prevedere – proprio alla luce dell'esperienza tedesca della GmbH – una forma giuridica idonea a regolare società di capitali “a struttura più intima”, caratterizzate da “una ristretta compagine sociale” e da un capitale minimo inferiore.

(130) COMMISSIONE MIRONE (2000), 1.

(131) ZANARONE (2001), 18.

ne o per tutte le delibere assembleari (132); che è parimenti inderogabile il criterio di proporzionalità del diritto di voto all'entità del conferimento – e cioè il principio della corrispondenza tra potere e rischio (133). In questo quadro, l'uso della s.r.l. permetterebbe una flessibilità maggiore della s.p.a. su ben pochi aspetti di interesse per il *venture capitalist* (134), a fronte degli svantaggi rappresentati dall'impossibilità di combinare l'apporto di capitale di rischio con capitale di debito sotto forma di obbligazioni, e dalla necessità di una trasformazione della società in caso di quotazione.

Quanto appena detto in ordine alle società a responsabilità limitata nel nostro paese, all'insufficiente diversificazione delle loro regole rispetto a quelle delle società per azioni e all'appiattimento della disciplina di queste ultime sulle esigenze delle imprese a compagine sociale diffusa mette in luce uno dei punti più delicati del nostro ordinamento societario: la scarsa articolazione dei modelli giuridici disponibili alle imprese capitalistiche. Questo effetto sembra derivare non solo dal dettato legislativo, ma anche dall'applicazione giurisprudenziale (135), dove l'attenzione al modello socio-economico di riferimento e la valutazione delle diverse istanze che possono presentarsi nelle società chiuse e in quelle aperte sembra a volte mancare, nonostante i non pochi richiami della dottrina.

La mancata differenziazione dei modelli societari in Italia si traduce, sotto il profilo quantitativo, nel maggiore ricorso alla forma giuridica della s.p.a. rispetto agli altri paesi europei, nonostante una minore dimensione media delle nostre imprese, come dimostra la tabella di seguito riportata.

La necessità di muovere verso una disciplina più flessibile e attenta alle diverse esigenze delle imprese in relazione al grado di apertura al mercato costituisce uno dei tratti distintivi dei processi di riforma del diritto societario avviati o conclusi di recente nei più importanti paesi dell'Unione Europea e, in prospettiva, connota in maniera decisiva le

(132) Con riferimento al problema della derogabilità dei quorum per le s.r.l. la giurisprudenza è assolutamente divisa. I temi riguardano, da un lato, la derogabilità verso il basso dei quorum previsti dall'art. 2486 c.c.; dall'altro, la possibilità di prevedere la regola dell'unanimità: possibilità negata dalla giurisprudenza dominante, sulla quale però si registra una qualche apertura, anche recente (TRIB. ALBA 17 FEBBRAIO 2000). Su questi temi si rinvia, per un panorama di dottrina e giurisprudenza, rispettivamente alle rassegne di CARDARELLI (1997) e SALVATO (2000) nonché a GALLETTI (2000), 334 note 194 e 195.

(133) Per una rassegna della dottrina e giurisprudenza sul punto si veda PALMIERI (1991). Quanto invece alla possibilità di emettere quote privilegiate nei diritti patrimoniali, il mancato richiamo all'art. 2348, comma 2 in tema di categorie azionarie ha diviso la dottrina circa l'applicabilità o meno di tale norma alle s.r.l. Pur avendo presente che i sostenitori della tesi dell'inammissibilità delle "categorie di quote" ritengono che la disciplina delle categorie azionarie non possa applicarsi alle s.r.l. in quanto in tale tipo societario le quote possono essere anche tutte diverse l'una dall'altra e che quindi è insita nella s.r.l. la possibilità di differenziare il contenuto patrimoniale delle quote (RIVOLTA (1993), 15), il problema sembra superato dalla posizione della giurisprudenza che esplicitamente ammette la possibilità di creare quote privilegiate nei diritti patrimoniali, mentre sarebbero vietate le quote senza diritto di voto e quelle a voto plurimo. Si vedano: TRIB. ROMA 22 GENNAIO 1997; TRIB. MONZA 15 GENNAIO 1997; TRIB. TRIESTE 2 GIUGNO 1994 e le rassegne di DINI (1998) e PALMIERI (1991).

(134) In particolare, il principio della rigidità della struttura corporativa e della conseguente inderogabilità delle attribuzioni degli organi sociali non permetterebbe di attribuire, al pari di quanto segnalato per le spa, i diritti di nomina e i poteri di veto al *venture capitalist* direttamente (tramite previsione statutaria "ad personam" o come diritto inerente alla quota); il principio di maggioranza non consentirebbe di elevare i quorum fino all'unanimità. L'uso della s.r.l. permetterebbe invece di rafforzare i quorum per tutte le assemblee (anche ordinarie) e di limitare il trasferimento delle azioni (2479, comma 1).

(135) Sul ruolo svolto dalla giurisprudenza nelle controversie societarie si veda ENRIQUES (2001), dalla cui analisi – concernente i provvedimenti emessi dal Tribunale di Milano nel periodo 1985-2000 – emerge tra l'altro la scarsa attenzione alla sostanza del dissidio tra i soci e l'eccessivo grado di formalismo delle decisioni.

scelte operate nella legge delega per la riforma del diritto societario in Italia (legge 366/2001) (136).

SOCIETÀ DI CAPITALI IN ALCUNI PAESI EUROPEI

PAESE	GRADO DI DIFFERENZIAZIONE DELLA DISCIPLINA TRA S.P.A. E S.R.L.	DIMENSIONE MEDIA DELLE IMPRESE (1)	N. DI S.P.A.	N. DI S.R.L.	RAPPORTO S.P.A./S.R.L.
U.K.	Alto	1.58	12.400	1.345.300	1/108
D	Alto	1.58	3.951	438.085	1/111
NL	Alto	N.A.	1.015	154.930	1/153
F	Medio	0.98	153.864	742.245	1/5
I	Basso	0.42	34.998	368.785	1/10

Fonte: Banca d'Italia, Relazione Annuale 2000

(1) Dimensione media pari a 1 nell'area dell'Unione Europea. Fonte: Elaborazione dati EUROSTAT; *Enterprises in Europe, 1998*. – (2) La situazione francese, che presenta un numero elevato di spa rispetto alle srl, appare determinata da motivi fiscali, che rendono più conveniente l'adozione della prima forma rispetto alla seconda.

In Francia, già dal 1994 l'ordinamento si è dotato di una forma giuridica intermedia tra la società per azioni (s.a.) e la società a responsabilità limitata (s.a.r.l.); questa forma, la *société par actions simplifiée* – inizialmente limitata alla sola costituzione di *joint-ventures* tra società (137) ma ora resa accessibile per l'esercizio di qualsiasi impresa – si connota per la particolare ampiezza lasciata all'autonomia statutaria, cui è interamente rimessa la disciplina dell'organizzazione e funzionamento della società.

In Germania, nonostante la significativa diversificazione della disciplina delle due forme principali di società di capitali (138), non mancano esempi di normative più flessibili per le società per azioni chiuse, sia *de iure condito* (si pensi alla disciplina della *kleine AG*) sia *de iure condendum* (139).

Nel Regno Unito, la diversificazione dei modelli societari a base capitalistica, già elevata grazie all'ampio spazio lasciato all'autonomia statutaria, ha ricevuto ulteriori potenzialità espansive a seguito della recente introduzione di una nuova forma societaria – la *limited liability partnership* (L.L.P.) – caratterizzata dal principio dell'esclusiva competenza degli accordi tra i soci a regolare l'organizzazione e il funzionamento della società (140).

(136) Per un'analisi comparata dei tratti salienti del diritto societario in Francia, Germania, Regno Unito, Belgio e Olanda e dei processi di riforma recentemente avviati o conclusi si rinvia a SZEGÖ (1999).

(137) L'originaria disciplina della SAS prevedeva un numero minimo di 2 soci, che potevano essere solo: i) società con capitale superiore a 1.500.000 FF totalmente liberato; ii) enti pubblici con attività commerciale; iii) banche, anche in forma non societaria. Queste limitazioni sono venute meno con la legge 99-587 del 12 luglio 1999.

(138) Come si è già anticipato nel testo, l'ordinamento tedesco adotta un'impostazione radicalmente opposta – si parla a questo proposito di “dualismo storico” – per GmbH e AG: mentre per le AG vige una regolamentazione stringente, abbinata ad un principio di rigida chiusura all'autonomia privata (art. 23 (5) AktG), le GmbH sono rette da una disciplina molto flessibile, che lascia ampi spazi alla contrattazione tra soci (art. 45 GmbHG).

(139) Per una rassegna delle iniziative legislative in corso in Germania sulla disciplina delle società per azioni chiuse si veda anche SANTOSUOSSO (2000).

(140) Limited Liability Partnership Act del 2000, sect. 5.

Gli stessi obiettivi di semplificazione e di maggiore attenzione delle esigenze regolamentari delle società a compagine ristretta caratterizzano, in prospettiva, il diritto societario europeo. Accanto al regolamento sullo statuto della società europea, recentemente adottato e diretto alle imprese di più grandi dimensioni operanti su scala transnazionale, cominciano a farsi strada proposte di regolamentazione europea riguardanti le piccole e medie imprese (141). I profili caratterizzanti tali iniziative risiedono nella particolare ampiezza riconosciuta all'autonomia statutaria, alla quale – secondo un modello molto vicino a quello della società per azioni semplificata francese – viene rimessa la definizione delle regole di organizzazione e funzionamento della società e la determinazione dei diritti e dei poteri dei soci. Interessanti disposizioni sono poi contenute in tema di cessione delle azioni e diritto di recesso, in cui l'ampia autonomia statutaria è affiancata da una serie di disposizioni che favoriscono l'*exit* in situazioni particolari o patologiche (142).

In questo solco si colloca anche la legge italiana 3 ottobre 2001 n. 366 (contenente la delega al Governo per riforma del diritto societario) destinata a incidere in modo significativo sull'articolazione dei modelli societari disponibili alle imprese capitalistiche attraverso la previsione di una maggiore diversificazione delle regole riguardanti le società a responsabilità limitata e le società per azioni. La graduazione delle norme societarie viene, in particolare, realizzata attraverso la previsione di una disciplina originale delle s.r.l., non più mutuata da quella delle s.p.a., e basata su ampia autonomia statutaria, sulla rilevanza centrale del socio e sui rapporti contrattuali tra i soci, sulla libertà delle forme organizzative; per le s.p.a., l'obiettivo di disporre di una disciplina più attenta alle esigenze delle imprese viene realizzato attraverso una regolamentazione flessibile, semplificata e caratterizzata da un minor grado di imperatività delle norme rispetto al sistema attuale, alla quale si combinano regole via via più stringenti al crescere del ricorso al mercato dei capitali di rischio (143).

Se già dall'impianto generale della disciplina si intravede la possibilità che molte delle difficoltà segnalate con riferimento ai rapporti tra *venture capitalist* e imprenditore possano essere in prospettiva risolte, è importante segnalare che un decisivo e positivo cambiamento di rotta – rispetto alla situazione attuale – potrebbe derivare dall'attuazione che verrà data ad alcune disposizioni contenute nella legge delega.

La riforma, sancisce l'art. 2, dovrà – tra l'altro – perseguire l'obiettivo prioritario di favorire la nascita, la crescita e le competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali dei capitali (lett. a); dovrà semplificare la disciplina delle società tenendo conto delle esigenze delle imprese e del mercato concorrenziale (lett. c); dovrà ampliare gli ambiti di autonomia statutaria tenendo conto delle esigenze di tutela dei diversi interessi coinvolti (lett. d); dovrà adeguare la disciplina dei modelli societari alle esigenze delle imprese anche in considerazione della composizione sociale e delle modalità di finanziamento [...] (lett. e). Il riferimento all'obiettivo di favorire la nascita, crescita e competitività ci rimanda alle considerazioni espresse all'inizio di questo lavoro in ordine al ruolo che il *venture capital* può svolgere nel nostro paese per contribuire a su-

(141) Su questo punto, di notevole interesse è il progetto riguardante lo statuto della "società privata europea", redatto nel 1997 da un gruppo di esperti di varie nazionalità – coordinato dalla Camera di Commercio di Parigi e dal Consiglio nazionale del Patronato Francese – e presentato alla Commissione U.E.

(142) Per un'analisi dei contenuti del regolamento sul statuto della società europea, della connessa direttiva sulla partecipazione dei lavoratori progetto e del progetto concernente la società private europea si veda ROTH (2000).

(143) Per un commento alla riforma del diritto societario in Italia, si vedano: AA.VV. (1999); AA.VV. (2000); AA.VV. (2001); AA.VV. (2001) b; BELCREDI (2000).

perare i problemi di dimensione, specializzazione e capacità competitiva delle imprese italiane; l'accento posto sulle esigenze delle imprese e dei suoi finanziatori, la graduazione delle norme riferita alla compagine sociale e alle modalità di finanziamento consentono inoltre di leggere le finalità della riforma anche alla luce delle istanze normative espresse dalla letteratura economica in tema di *venture capital*.

Ulteriori disposizioni riguardano più da vicino i problemi esaminati: sono, in particolare, quelle che permettono una diversificazione più accentuata dei diritti amministrativi inerenti ai titoli emessi dalla società; che riconoscono una maggiore autonomia nella definizione dei quorum delle assemblee; che disciplinano i patti parasociali.

L'art. 4, comma 6 della legge, in tema di disciplina delle azioni e obbligazioni, stabilisce che la riforma debba "prevedere [...] la possibilità, i limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi" (lett. c). La legge ha dunque mostrato di essere consapevole della necessità di rivedere la disciplina della struttura finanziaria delle società per azioni, lasciando al legislatore delegato ampi spazi di attuazione che potranno essere utilizzati, tra l'altro, anche nel senso di consentire una regolamentazione più flessibile dei diritti di voto spettanti agli azionisti.

In questo quadro, oltre a un arricchimento delle tipologie di titoli che potranno essere emessi dalla società e a una articolazione più varia dei diritti di voto ad essi connessi, la delega sembra permettere di derogare anche alla regola della necessaria proporzionalità tra diritti di voto e conferimento; ciò è – tra l'altro – confermato dall'art. 4, comma 5 lett. a) della legge, dove si riconosce esplicitamente la possibilità di "consentire ai soci di regolare l'incidenza delle rispettive partecipazioni sulla base di scelte contrattuali" (144). Il rinvio contenuto in questa norma alle "scelte contrattuali" dei soci mostra che anche con riferimento alle categorie di titoli partecipativi e non partecipativi, disciplinati dall'art. 4, comma 6, lett. c) della legge delega, possa essere lasciato spazio agli accordi tra i soci; al riguardo, sembra opportuno osservare che la mancata menzione in quest'ultima norma di un possibile ruolo dell'autonomia statutaria nella graduazione dei diritti patrimoniali e amministrativi (e in particolare, di voto) non sembra potersi interpretare nel senso che tale possibile ruolo sia precluso, considerato che l'impostazione complessiva della riforma – come si è sopra brevemente accennato – va appunto nella direzione di riconoscere, per le società chiuse, maggiori spazi di libertà in sede di negoziazione tra i soci del contratto sociale (145).

Tali considerazioni inducono a ritenere che al legislatore delegato sia consentito di far cadere gli ostacoli che attualmente precludono la configurazione dei diritti e poteri del *venture capitalist* come diritti inerenti al titolo azionario, lasciando allo statuto la possibili-

(144) Cfr. MARCHETTI (2001), 124 che – nel sottolineare la portata innovativa dell'allora progetto Miro-
ne sul fronte dei profili finanziari-patrimoniali – menziona tra l'altro "lo sganciamento della partecipazione
e della attribuzione dei diritti patrimoniali e amministrativi dal passo obbligato del conferimento imputabile
a capitale". Sotto questo profilo, si osserva che la delega consentirebbe quindi di valorizzare, sebbene solo
a fini organizzativi e cioè nei rapporti interni tra i soci, sia il conferimento di idee e di opera del socio im-
prenditore – particolarmente rilevante negli start-up tecnologici – sia il conferimento di consulenza finanziaria
e strategica del *venture capitalist*.

(145) Una lettura in tal senso della norma è auspicata da LAMANDINI (2001).

tà di riconoscere nelle società a ristretta base azionaria come quelle cui si indirizza il *venture capital*, posizioni di preminenza nella vita sociale (146) (147).

Per quanto concerne poi il tema dei *quorum*, si osserva che l'art. 4, comma 7, lett d) della legge delega prevede che la riforma “determini, anche con adeguato spazio all'autonomia statutaria [...] , i *quorum* costitutivi e deliberativi dell'assemblea, in relazione all'oggetto della deliberazione, in modo da bilanciare la tutela degli azionisti con le esigenze di funzionamento dell'organo assembleare [...]”. La norma ripropone nel suo scarno contenuto il *trade-off* tra tutela dei soci e funzionalità dell'assemblea che, come si è visto, connota il dibattito attinente alla derogabilità o meno del principio di maggioranza nelle s.p.a.; ma una lettura di questo criterio diversificata in relazione al grado di apertura della compagine sociale suggerisce che sia possibile, anche alla luce delle posizioni della nostra dottrina (148), che il legislatore delegato permetta allo statuto delle società chiuse di prevedere la regola dell'unanimità per talune deliberazioni e maggiori spazi statutari nella definizione dei *quorum* dell'assemblea ordinaria in seconda convocazione.

Il tema dei patti parasociali viene esplicitamente menzionato all'art. 4, comma 7, lett. c) per le società per azioni attraverso un criterio di delega che ne richiede una disciplina di durata (non superiore a 5 anni) per le società per azioni e per quelle che le controllano e di trasparenza per le società per azioni aperte al mercato. La norma, che ricalca le soluzioni individuate nell'art. 122 del T.U.F. per i patti parasociali delle società quotate, lascia di per sé impregiudicato il problema della validità delle convenzioni e dei limiti entro i quali le convenzioni possono ritenersi valide; ed è dunque legittimo chiedersi se il legislatore delegato sceglierà di affermare principi univoci al riguardo.

Alcune considerazioni possono essere svolte: la prima, di carattere pragmatico, è che i motivi che ora giustificano l'ampio ricorso alle pattuizioni extrastatutarie – ovvero la rigidità dell'attuale normativa societaria – potrebbero presumibilmente affievolirsi in presenza di una disciplina più flessibile e maggiormente capace di recepire nello statuto la volontà dei soci e dunque portare a un ridimensionamento nell'utilizzo degli accordi para-

(146) Sotto questo aspetto, è interessante notare che la possibilità di riservare la nomina di amministratori a particolari categorie di azioni era stata esplicitamente proposta da un emendamento presentato in sede di discussione del progetto di legge delega presso la Commissione Finanze della Camera nella passata legislatura, dall'allora maggioranza.

(147) Ulteriori profili di interesse per il *venture capitalist* potrebbero discendere dal criterio stabilito dall'art. 4, comma 6, lett. c) laddove si riconoscesse a questa norma la possibilità di superare l'approccio tradizionale secondo cui il diritto di voto spetta unicamente al socio. Differentemente che in altri ordinamenti, in quello italiano infatti il divieto di attribuire poteri amministrativi endosocietari a soggetti che non siano azionisti esclude che i poteri di nomina dei componenti del c.d.a. e i poteri di veto possano essere riconosciuti al *venture capitalist* se il finanziamento avvenisse unicamente sotto forma di obbligazioni. Tuttavia, il superamento della contrapposizione tra titoli di capitale e titoli di debito fatto proprio dalla legge delega e la riconosciuta possibilità di modulare in modo più flessibile le relazioni di finanziamento può forse indurre a riconsiderare tale divieto; il criterio di delega è ampio, e non sembra escludere a priori un intervento del genere.

Una possibile apertura in questo senso è proposta di LAMANDINI (2001), 94 il quale osserva che, se la ragione economica del diritto di voto si basa sulla circostanza che l'azionista è il “titolare di una pretesa sul residuo attivo dell'impresa” (cd. *residual claimant*) e come tale è l'unico ad avere “incentivi appropriati a prendere decisioni discrezionali” e a monitorare i managers (Cfr. per tutti EASTERBROOK E FISCHEL (1996), 83), essa potrebbe in prospettiva legittimare un'estensione della sua attribuzione anche a altre categorie di finanziatori, quando essi corrano un rischio di investimento non dissimile da quello dei soci. L'A. suggerisce pertanto di vagliare la possibilità che lo statuto attribuisca un potere di nomina di uno o più amministratori agli obbligazionisti, ai portatori di strumenti finanziari di partecipazione e a talune altre classi di creditori. È interessante notare che una simile previsione era stata proposta, in sede di discussione del progetto di legge delega presso la Commissione Finanze della Camera nella passata legislatura, dall'allora maggioranza. Per un'analisi comparata delle regole in materia di raccolta in titoli delle società di capitali e per una lettura nella prospettiva dell'attuazione della L. 366/2001 si veda LAMANDINI (2001) b.

(148) Cfr. nota 63.

sociali. In questo senso, anche la presenza di un obbligo di pubblicità potrebbe disincentivarne un uso unicamente motivato da esigenze di riservatezza. La seconda è che una costruzione e un'interpretazione del nostro diritto positivo più attenta alle esigenze concrete e il possibile superamento o attenuazione di alcuni ostacoli, richiamati in questo lavoro, potranno consentire di appianare anche talune delle questioni che hanno animato il dibattito circa la validità dei patti parasociali. La terza considerazione attiene all'impianto generale della riforma e ai criteri generali che la informano ai sensi dell'art. 2 della legge delega: se uno dei tratti distintivi è quello di ammettere maggiori spazi al *free bargaining*, la realizzazione di questo obiettivo presuppone la definizione non solo degli spazi lasciati all'autonomia statutaria, ma anche di quelli nei quali può esprimersi più in generale la libertà negoziale delle parti anche attraverso accordi che attuino un regolamento di rapporti complementari o correttivi rispetto a quanto previsto dallo statuto, e a questo collegati (149).

(149) Dall'analisi delle norme contenute nella Legge 366/2001 si è volutamente omessa la disciplina della s.r.l.; ciò in quanto essa rappresenterebbe per le operazioni di *venture capital* una soluzione comunque di "second best" rispetto alla possibilità di disporre fin dall'inizio di una s.p.a. in vista della successiva quotazione. Giova tuttavia brevemente rilevare che la disciplina delineata dalla legge delega in tema di società a responsabilità limitata sembra rispondere appieno alle istanze regolamentari espresse dalla letteratura economica in tema di *venture capital*, stante il significativo grado di libertà lasciato all'autonomia statutaria sul fronte della struttura organizzativa di queste società.

BIBLIOGRAFIA

- A.I.F.I. (1999)** Venture capital and private equity in Italy - 1999 Yearbook
- A.I.F.I. (2000)** Venture capital and private equity in Italy - 2000 Yearbook
- A.I.F.I. (2000) b** Manifesto - Lo sviluppo degli start-up tecnologici e delle growing companies in generale, mimeo 2000
- A.I.F.I. (2001)** Venture capital and private equity in Italy - 2001 Yearbook
- AA.VV. (1987)** Le società per azioni a cura di Bigiavi - Tomo I - UTET
- AA.VV. (1997)** Fallimento delle società di capitali e regime di responsabilità - Giuffrè 1997
- AA.VV. (1999)** Dalla riforma Draghi alla riforma delle società non quotate - Atti del convegno di studi, Alba 1998 - Società 1999, 781
- AA.VV. (2000)** La riforma delle società per azioni non quotate, a cura di Porzio, Rispoli Farina e Rotondo - Giuffrè 2000
- AA.VV. (2001)** La corporate governance nelle società non quotate, a cura di Zamperetti e Rossi - Giuffrè 2001
- AA.VV. (2001) b** Progetto Mirone e modelli organizzativi per la piccola e media impresa, a cura di Afferni e De Angelis - Giuffrè 2001
- Abriani, N. (1994)** Il divieto di patto leonino - Vicende storiche e prospettive applicative, Quaderni di Giur. Comm. n. 152, Giuffrè 1994
- Acerbi, G. (1998)** Osservazioni sulle stock options e sull'azionariato dei dipendenti - Rivista delle società 1998, 1193
- Adams, E., Matheson, J. (1998)** Corporations and other business associations - West Group, 1998
- Albertini, L. (1998)** Sulla clausola statutaria che introduce un quorum minimo (costitutivo e deliberativo) per l'assemblea ordinaria di seconda convocazione delle società per azioni - nota a Trib. Biella 19 novembre 1996 in Giur. Merito 1998, 41
- Amato, L. (1991)** L'apporto di capitale di rischio a favore delle piccole e medie imprese: esperienze di common law e continentali europee - Diritto ed economia 1991, 191
- Ambrosini, R. (1990)** Delibere all'unanimità nello statuto di s.r.l. - nota a Trib. Ascoli Piceno 9 gennaio 1990, Le società 1990, pag. 525

- Angelici, C. (1985)** Le disposizioni generali sulla società per azioni; la costituzione della società per azioni; La partecipazione azionaria nelle società per azioni - Trattato di diritto privato diretto da P. Rescigno - UTET, 1985
- Angelici, C. (1991)** Azioni di società - I) diritto commerciale - Enciclopedia Giuridica Treccani 1991
- Angelici, C. (1992)** Il codice civile - Commentario diretto da P. Schlesinger - Giuffrè 1992 - sub. Art. 2350, 124;
- Angelici, C. (1998)** Le “minoranze” nel decreto 58/98: tutela e poteri - Riv. dir. comm. 1998, I, 223
- Atelli, M. (1999)** Articoli 122-124 del Testo Unico dell’intermediazione finanziaria - Il Testo Unico dell’intermediazione finanziaria - Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 a cura di Rabitti Bedogni - Giuffrè 1999
- Badini Confalonieri, A. (1999)** Determinazione del danno risarcibile nell’azione di responsabilità: note a margine di due interventi giurisprudenziali - Nota a Cass. 22 ottobre 1998, n. 10488 e a Trib. Torino 12 gennaio 1999 - Il Fallimento 1999, 1084
- Balzarini, P. (2000)** Le azioni di società - Giuffrè 2000
- Banca d’Italia (1999)** Relazione Annuale
- Banca d’Italia (2000)** Relazione Annuale
- Bascha, A., Walz, U. (2001)** Financial practices in the German venture capital industry: an empirical assessment - working paper, 2001
- Bastianelli, D., Diazzi, M., Roversi, R. (1999)** La domanda di servizi finanziari innovativi da parte delle imprese industriali: i risultati di un’indagine empirica - L’industria 1999, 819
- Batti, D. (1995)** Il patto leonino nell’ambito di partecipazioni a scopo di finanziamento - Commento a Cass. 29 ottobre 1994, n. 8927- Società 1995, 183
- Baums, T., Gilson, R. (1999)** The legal infrastructure of the German venture capital market: barriers to replicating the US template - mimeo
- Baums, T., Gilson, R. (2001)** Comparative venture capital contracting - working paper, Stanford University e Columbia University
- Baums, T., Möller, M. (2000)** Venture capital: Amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht - Corporations, Capital Markets and Business in the Law, Kluwer International 2000
- Belcredi, M. (2000)** La corporate governance delle società non quotate - Mercato, concorrenza e regole 2000, 384

- Belvedere, P. (1999)** Sulla validità di una deroga statutaria al regime legale dei quorum dell'assemblea ordinaria di seconda convocazione (art. 2369, comma 3 c.c.) - nota a Trib. Trieste 12 giugno 1998 in *Giur. Comm.* 1999, II, 333
- Bernardini, M. (1988)** Rivisitando la giurisprudenza sui sindacati di voto - *Contratto e impresa* 1988, 716
- Bernut-Pouillet, A. (1998)** Measures taken by France in Favour of Venture Capital and Start-ups - *Journal of International Banking Law* 1998, 252
- Bianchi, G. (1999)** Assemblee ordinarie e straordinarie - *CEDAM* 1999
- Bianconi, A., De Nicola, A. (1995)** Patti parasociali e joint ventures - *Società* 1995, 277
- Binni, M. (1998)** Ancora sulla soppressione ed introduzione a maggioranza della clausola di prelazione statutaria - *Giur. Comm.* 1998, II, 418
- Bianco, M., Marcucci, M. (2000)** Procedure fallimentari ed efficienza economica: valutazioni teoriche e riflessi per l'economia italiana - Paper presentato alla 41° Riunione Scientifica Annuale della Società Italiana degli economisti - Ottobre 2000
- Bione, M. (1991)** Le azioni - Trattato delle società per azioni diretto da Colombo e Portale - *UTET* - 44
- Black, B., Gilson, R. (1999)** Does venture capital require an active stock market? - *Journal of Applied Corporate Finance* 1999, 36
- Black, B., Gilson, R. (1998)** Venture capital and the structure of capital market: banks versus stock market - *Journal of Financial Economics* n. 47, 243
- Bocchini, E. (1991)** L'assemblea delle società per azioni - *CEDAM* 1991
- Bonelli, F. (1982)** Natura giuridica delle azioni di responsabilità contro gli amministratori di s.p.a. - *Giur. Comm.* 1982, II, 770
- Bonelli, F. (1982)** Art. 146 (2) l. fall.: l'azione di responsabilità del curatore contro gli amministratori di s.p.a. fallite - *Giur. Comm.* 1982, II, 780
- Bonelli, F. (1985)** Gli amministratori di società per azioni - Trattato di diritto privato diretto da Rescigno - *Impresa e lavoro*, Tomo II, *UTET*, 1985
- Bugamelli, M. (2001)** Il modello di specializzazione internazionale dell'area dell'euro e dei principali paesi europei: omogeneità e convergenza - *Banca d'Italia*, Tema di discussione n. 402
- Bugamelli, M., Pagano, P., Paternò, F., Pozzolo, A.F., Rossi, S., Schivardi, F. (2001)** Ingredients for the new economy: how much does finance matter? *Banca d'Italia*, Temi di discussione n. 418, Ottobre 2001

- Buonocore, V. (1975)** Commento a un patto parasociale - Giur. Comm. 1975, I, 437.
- Buonocore, V. (1997)** Un revirement della Cassazione in materia di sindacati di voto? - Giur. Comm. 1997, II, 58
- Calandra Bonaura, V., Corsi, F., e Costi, R. (1997)** Sindacati di voto e durata indeterminata - Giur. Comm. 1997, II, 64
- Campobasso, G.F. (1999)** Diritto commerciale - Diritto delle società, UTET 1999
- Cappiello, S. (2001)** Prospettive di riforma del diritto di recesso nelle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria - Quaderni di ricerca giuridica, Banca d'Italia 2001
- Capriglione, F. (1991)** Convenzioni parasociali e "permanenza del controllo pubblico" nelle società bancarie disciplinate dalla legge "Amato" - Rivista delle società 1991, 1398
- Carbonetti, F. (1988)** L'acquisto di azioni proprie - Giuffrè 1988
- Carbonetti, F. (1998)** I patti parasociali nelle società non quotate alla luce del Testo Unico della Finanza - Rivista delle società 1998, 909
- Carderelli, M.C. (1997)** Tutela della minoranza e quorum assembleari nella società a r.l.- Commento a Trib. Verbania 18 luglio 1996 e App. Torino 7 febbraio 1997 - Società 1997, 798
- Cariello, V. (1999)** Tutela delle minoranze e accordi parasociali nelle società quotate - Rivista delle società 1999, 718
- Carosso, L. (1991)** Interventi finanziari e finanziamenti alle piccole e medie imprese - Diritto ed economia 1991, 205
- Carota, L. (1999)** Il funzionamento dell'assemblea nella società per azioni - CEDAM 1999
- Caselli, G. (1980)** Azioni privilegiate e partecipazioni alle perdite - Giur. Comm. 1980, I, 683
- Cavalli, G., Marulli, M., e Silveti, C. (1996)** Amministratori - In Le società per azioni - Tomo II - Gli organi e il controllo giudiziario - Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale fondata da Bigiavi - UTET 1996
- Cerrai, A. e Mazzoni, A. (1993)** La tutela del socio e delle minoranze - Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti. Giuffrè 1993
- Chiappetta, F. (1998)** I patti parasociali nel Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - Rivista delle società 1998, 988
- Ciaffi, A.(1995)** Finanziaria regionale e patto leonino - Commento a Cass. 29 ottobre 1994 n. 8927 - Giur. Comm 1995, II, 486

- Cochrane, J. (2001)** The risk and return of venture capital - NBER WP8066
- Colombo, G.E. (1994)** Bilancio d'esercizio e consolidato - Trattato delle società per azioni diretto da Colombo e Portale, Vol 7, UTET 1994
- Commissione Mirone (2000)** Relazione illustrativa - 2000 mimeo
- Commissione U.E. (1998)** Risk Capital: a Key to job creation in the European Union. Action Plan - June 1988
- Commissione U.E. (1999)** Communication from the Commission to the Council and the European Parliament - Risk capital: Implementation of the Action Plan. Proposals for moving forward - COM(1999)493-EN
- Commissione U.E. (1999) b** Risk Capital Markets, a Key to job creation in the European Union. From fragmentation to integration. Euro papers n. 31, Gennaio 1999
- Commissione U.E. (2000)** Communication from the Commission to the Council and the European Parliament - Progress Report on the Risk capital Action Plan - COM(2000)658 FINAL
- Commissione U.E. (2000) b** Piano di azione sui servizi finanziari: priorità e progressi - Terza relazione - Documento presentato dalla Commissione il 8 novembre 2000 sullo stato di attuazione del cd. Action Plan.
- Commissione U.E. (2001)** Risk Capital: Commission calls for timely implementation of Action Plan - Ottobre 2001
- Commissione U.E. (2001) b** Rapporto Finale del Comitato dei saggi sulla regolamentazione dei mercati finanziari Europei - Febbraio 2001
- Commissione U.E. (2002)** Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover bids - Gennaio 2002
- Cornell, B. (1988)** Financing corporate growth - Journal of Applied corporate finance 1988, 6
- Cornelli, F., Yosha, O. (1998)** Stage financing and the role of Convertible Debt - Working paper - London Business School
- Costa, C. (1983)** Conversione di azioni privilegiate a voto limitato in ordinarie: assemblee speciali, poteri e limiti. Nota a Trib. Milano 15 luglio 1982 - BBTC 1983, II, 474
- Costa, C. (1997)** L'azione di responsabilità contro amministratori e sindaci nel fallimento. Profili generali. In: AA.VV.: Fallimento delle società di capitali e regime di responsabilità, Giuffrè 1997, 31
- Costi, R. (1990)** Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali - Giur. Comm. 1990, I, 563

- Costi, R. (1993)** Il problema della validità dei sindacati di voto alla luce della legislazione più recente - in AA.VV. : Sindacati di voto e sindacati di blocco - Giuffrè 1993, 25
- Costi, R. (1998)** I patti parasociali - in AA.VV.: La riforma delle società quotate - Giuffrè 1998
- Cupido, M. (1999)** Commento a Cass. 26 novembre 1998, n. 12012 - Società 1999, 678
- D'Agostino, D. (2000)** Stock options: regime civilistico e fiscale - Fisco 2000, 5751
- D'Alessandro, F. (1990)** Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali - Giur. Comm. 1990, I, 577
- Dabormida, R. (1988)** Norme per la nomina degli amministratori - Nota a Tribunale di Verona 18 dicembre 1987 in Le società 1988, 403
- Dabormida, R. (1993)** Le convenzioni di voto in Germania, Belgio, Spagna, Argentina e Brasile - in AA.VV. : Sindacati di voto e sindacati di blocco - Giuffrè 1993, 461
- Daines, R. e Klausner, M. (2001)** Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs - The Journal of Law, Economics, & Organization 2001, 83
- Daino, G. (1988)** Tecniche di soluzione del "deadlock": la disciplina contrattuale del disaccordo tra soci nelle joint ventures paritarie - Rivista del commercio internazionale 1988, 151
- Dalmartello, A. (1979)** Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite - Giur. Comm. 1979, I, 372;
- Davila, A., Foster, G., Gupta, M. (2000)** Venture capital financing and the growth of start-up firms - WP
- De Angelis, L. (1999)** La clausola di prelazione può essere introdotta nello statuto a maggioranza - Commento a App. Milano 1 luglio 1998 - Società 1999, 693
- Del Vecchio, F. (1990)** La responsabilità degli amministratori a norma dell' art. 146 comma 2 l. fall. - nota a Trib. Pavia 12 luglio 1989 - Giur. merito 1990, 505
- Dini, M. (1998)** Categorie speciali di quote di società a responsabilità limitata - Nota a Trib. Monza 15 gennaio 1997 e Trib. Trieste 2 giugno 1994 - Giur. Comm. II, 789
- E.V.C.A (1996)** The Economic impact of venture capital in Europe - 1996 www.evca.com
- E.V.C.A (1997) b** Better exits, 1997 - www.evca.com

- E.V.C.A (1999)** Comparative paper on issue relating to venture capital and buy-out investments - EVCA tax & legal Committee, 1999 - www.evca.com
- E.V.C.A (1999) b** Private equity fund structure in Europe - EVCA paper 1999 - www.evca.com
- E.V.C.A (2000)** EVCA Mid-year Survey 2000 - www.evca.com
- E.V.C.A. (1997)** Venture capital incentives in Europe - 1997 www.evca.com
- Easterbrook, F., Fischel, D. (1996)** L'economia delle società per azioni - Giuffrè 1996
- Enriques, L. (2001)** Il nuovo diritto societario nelle mani dei giudici: una ricognizione empirica. Stato e Mercato n. 61, aprile 2001, 79
- Erede, S. (1993)** Clausole di prelazione sociale e parasociale: tipi ed effetti - in AA.VV. : Sindacati di voto e sindacati di blocco - Giuffrè 1993, 243
- Fanti, G. (2000)** Natura e portata del divieto di patto leonino - Commento a Cass. 21 gennaio 2000, n. 642 - Le società 2000, 697
- Farenga, L. (1986)** Sindacati di voto, sindacati di blocco e poteri della CONSOB in ordine alle trasparenza del mercato azionario - Rivista del diritto commerciale 1986, 470
- Farenga, L. (1987)** I contratti parasociali - Giuffrè 1987
- Farenga, L. (1989)** I contratti parasociali - La nuova giurisprudenza civile commentata 1989, parte seconda, 63
- Farenga, L. (1990)** Ancora in tema di validità dei sindacati di voto - Giur. Comm. 1990, II, 786
- Farran, E. (1999)** Company law and corporate finance - Oxford University Press, 1999
- Farrar, J.H. (1998)** Farrar's Company Law - IV ed. Butterworths, 1998
- Fenn, G., Liang, N., Prowse, S. (1995)** The Economics of the Private Equity Market - Board of Governors of the Federal Reserve System 1995
- Fenn, G., Liang, N., Prowse, S. (1998)** The Role of Angel Investors in Financing High-Tech Start-Ups, *mi-meo*
- Ferrara, F., Corsi, F. (1994)** Gli imprenditori e le società - Giuffrè 1994
- Ferri, G. (1989)** Le società - Trattato di diritto civile a cura di Vassalli - Vol. X, tomo III - UTET 1987

- Ferro, G. B. (1998)** La prelazione societaria nella giurisprudenza ovvero il riflesso puntuale di aperte contraddizioni dottrinali - Nuova giur. civ. comm. 1998, 11
- Ferro, G.B. (1999)** La responsabilità degli amministratori - Le società di capitali a cura di Schiano di Pepe, IPSOA 1999
- Figone, A. (1997)** Nota a App. Milano 23 giugno 1997 - Società 1997, 1309
- Franzoni, M., e Galgano, F. (1994)** La responsabilità degli amministratori e dei sindaci - Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, Vol XIX - CEDAM 1994
- Frè, G. (1997)** Della società per azioni - Tomo I - Commentario Scialoja e Branca - Zanichelli
- Frignani, A. (1985)** Venture capital - Novissimo digesto italiano, 1116
- Funari, F. (1999)** La responsabilità degli amministratori: azione sociale e azione dei creditori - nota a Cass. 22 ottobre 1998 n. 10488 - Società 1999, 560
- Funari, F. (1999)** La responsabilità degli amministratori: azione sociale e azione dei creditori - Nota a Cass. 22 ottobre 1998, n. 10488 - Le Società 1999, 560
- Furfaro, V. (1999)** Patti parasociali - AA.VV. La legge Draghi e le società quotate in borsa a cura di G. Cottino - UTET 1999, 115
- Gaffuri, L. (1995)** Responsabilità degli amministratori per il compimento di "nuove operazioni" - nota a Trib. Torino 10 febbraio 1995 - Il Fallimento 1995, 1153
- Galgano, F. (1988)** Le società per azioni - Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia - Vol. VII - CEDAM 1988
- Galletti, D. (1998)** Gestioni straordinarie e poteri modificativi dell'organizzazione societaria : il problema del recesso . Giur. Comm, 1998, II, 114
- Galletti, D. (2000)** Il recesso nelle società di capitali - Giuffrè 2000
- Gambino, A. (1979)** Azioni privilegiate e partecipazioni alle perdite - Giur. Comm. 1979, I, 378
- Gambino, A. (1987)** Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni - Giuffrè 1987
- Gambino, A. e Jaeger, P.G. (1997)** Tutela delle minoranze e ragioni dell'impresa nei sindacati di voto - Giur. Comm. 1997, II, 72
- Gasperoni, N. (1958)** Azioni di società - Novissimo digesto italiano, 183

- Gervasoni, A. e Sattin, F.L. (2000)** Private Equity e Venture Capital - Guerini e Associati 2000
- Gompers, P. (1995)** Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital - Journal of Finance 1995, 1461
- Gompers, P. (1997)** Ownership and control in entrepreneurial firms: an examination of convertible securities in venture capital investments - Working Paper Harvard Business School
- Gompers, P., Lerner, J. (1996)** The use of covenants: an empirical analysis of venture partnership agreements - Journal of Law and Economics 1996, 463
- Gompers, P., Lerner, J. (1997)** Venture capital fundraising, firm performance, and the capital gain tax - Working Paper Harvard Business School
- Gompers, P., Lerner, J. (1999)** What drives venture capital fundraising? NBER Working Paper, 1999
- Grippo, G. (1985)** L'assemblea nella società per azioni - Trattato di diritto privato a cura di Rescigno - Impresa e lavoro, Tomo secondo - UTET 1985
- Grosso, P. (1991)** Osservazioni in tema di categorie di azioni e assemblee speciali - Giur. It. 2001; Parte I, Sez. II, 591
- Grosso, P. (1999)** Categorie di azioni ed assemblee speciali - Quaderni di Giur. Comm. N. 197 - Giuffrè 1999, 64;
- Guerra, P. (1993)** Contenuto e disciplina del diritto di prelazione nella prassi degli statuti e dei patti parasociali - in AA.VV.: Sindacati di voto e sindacati di blocco, Giuffrè 1993, 219
- Guglielmucci, L. (1980)** Lo smobilizzo delle partecipazioni nei patti parasociali delle finanziarie regionali private - Rivista delle società 1980
- Guglielmucci, L. (1982)** Le azioni postergate nelle perdite - Commento a Trib. Udine 25 novembre 1981 e Trib. Udine 10 aprile 1981 - Giur. Comm. 1982, II, 885;
- Hamilton, R. (1998)** Corporations, West Group, 1998
- Hellmann, T. (1998)** The allocation of control rights in venture capital contracts - Rand Journal of Economics 1998, vol. 29, I, 57
- Hellmann, T. (2000)** IPOs, acquisitions and the use of convertible securities in venture capital" WP, Stanford University
- Hellmann, T. e Puri, M. (1999)** The Interaction between Product Market and Financing Strategy: the Role of Venture Capital - Review of financial studies

- Hellmann, T. e Puri, M. (1999)b** Venture capital and the professionalization of start-up firms: empirical evidence - WP Stanford University
- Ianniello, B. (1998)** Inammissibili le azioni privilegiate nelle perdite - commento a Trib. Udine 5 dicembre 1997 - in *Le Società* 1998, 455
- Ianniello, B. (1998)** Derogabilità dei quorum deliberativi di assemblea ordinaria di s.p.a. in seconda convocazione - nota a Trib. Trieste 23 aprile 1998 - *Le Società* 1998, 1332
- Jaeger, P.G. (1979)** Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite - *Giur. Comm.* 1979, I, 383;
- Jaeger, P.G. (1989)** Il problema delle convenzioni di voto - *Giur. Comm.* 1989, parte I, 201
- Jaeger, P.G. (1989)** La responsabilità degli amministratori e dei sindaci nelle procedure concorsuali: una valutazione critica - *Il Fallimento* 1989, 969
- Jaeger, P.G. (1993)** Gli azionisti: spunti per una riflessione - *Giur. Comm.* 1993, I, 23
- Jaeger, P.G. (1997)** Ammissibilità e limiti dell'accordo di "cessione" del voto in cambio di "corrispettivo" (con considerazioni in merito alla c.d. "vendita di voto" - *Giur. Comm.* 1997, II, 237
- Jaeger, P.G., Denozza, F. (2000)** Appunti di diritto commerciale, Giuffrè 2000
- Jeng, L., Wells, P. (1998)** The Determinants of venture capital funding: evidence across countries - Working Paper, 1998
- Jorio, A. (1989)** Perdita del capitale sociale e responsabilità degli amministratori - *Il Fallimento* 1989, 982
- Kaplan, S., Strömberg, P. (2000)** Financial contracting theory meets the real world: and empirical analysis of venture capital contracts - Working Paper
- Klausner, M. e Litvak, K. (2001)** What economists have taught us about venture capital contracting - John M. Olin Program in Law and Economics - Working Paper 221, 2001
- Kortum, S., Lerner, J. (1998)** Does venture capital spur innovation ? - Working Paper
- Kustermann, F. (1998)** Osservazioni sui patti parasociali dopo la "riforma Draghi" - *Le Società* 1998, 910
- Lamandini, M. (2001)** Il diritto di voto, i finanziatori dell'impresa e la riforma delle società non quotate (tre "tesi" a favore del "*free bargaining*" - AA.VV. *La corporate governance nelle società non quotate*, a cura di Zamperetti e Rossi - Giuffrè 2001

- Lamandini, M. (2001) b** Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali, Il Mulino 2001
- Lapenna, R. (1997)** Obbligo di vigilanza e responsabilità degli amministratori - Nota a Cass. 29 novembre 1996, n. 10668 - Diritto fallimentare 1997, II, 1150
- Leozappa, A.M.(1996)** Nomina delle cariche sociali e categorie azionarie - Giur. Comm. 1996, I, 800
- Lerner, J. (1995)** Venture capitalists and the oversight of private firms - Journal of Finance 1995, 301
- Libonati, B. (1991)** Sindacati di voto e gestione dell'impresa - Rivista del diritto commerciale 1991, parte prima, 95
- Libonati, B. (1993)** Il problema della validità dei sindacati di voto: situazione attuale e prospettive - in AA.VV. : Sindacati di voto e sindacati di blocco - Giuffrè 1993, 11
- Lisanti, M. (1999)** La nuova disciplina sui patti parasociali di società quotate dopo il Regolamento CONSOB - Le società 1999, 911
- Lolli, A. (1997)** Diritto di prelazione e trasferimento di pacchetti azionari - Giur. Comm. 1997, I, 531
- Luoni, S. (1999)** Introduzione e soppressione della clausola di prelazione nello statuto di società di capitali: brevi note sullo stato della giurisprudenza - Commento a App. Milano 1 luglio 1998 - Giustizia civ. 1999, 783
- Maienza, A. (1991)** Brevi note in tema di deroghe statutarie alle maggioranze deliberative e costitutive delle assemblee ordinarie delle s.p.a. - nota a Trib. Milano 6 ottobre 1990 in Giur. Comm. 1991, II, 299
- Marasà, G. (1993)** Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo - Trattato delle società per azioni diretto da Colombo e Portale - UTET 1993
- Marchetti, P.G. (2001)** Intervento alla Tavola Rotonda del convegno "La corporate governance nelle società non quotate" - AA.VV. La corporate governance nelle società non quotate, a cura di Zamperetti e Rossi - Giuffrè 2001, 121
- Marziale, A. (1980)** Nota a Cass. 15 aprile 1980, n. 2450 - Foro It. 1980, parte I, 1914
- Mignoli, A. (1960)** Le assemblee speciali - Giuffrè 1960
- Minervini, G. (1988)** Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino - Contratto e impresa 1988, 772

- Montalenti, P. (2001)** Il canto del cigno dell'omologazione: questioni in materia di stock option (e di scissione) - Nota a Trib. Torino 22 novembre 2000 e App. Torino 23 gennaio 2001 - Giur. It. 2001, 534
- Montironi, P. (1989)** Sull'azione di responsabilità ex art. 146 legge fallim. - nota a Trib. Milano 2 settembre 1988 - Il diritto fallimentare e delle società commerciali 1989, 855
- Munari, A. (1997)** La società tra mercato, autonomia privata e controllo giurisdizionale - Il diritto delle società tra controllo giurisdizionale e autonomia privata - Giuffrè 1997, 11
- Mustilli, M. (1999)** L'evoluzione del venture capital nello sviluppo delle piccole e medie imprese - CEDAM 1999
- Nobili, R. (1987)** Osservazioni in tema di azioni proprie - Riv. Soc. 1987, 760
- Nobili, R., Spolidoro, M.S. (1993)** La riduzione di capitale - Trattato delle società per azioni diretto da Colombo e Portale - UTET, 1993
- Oppo, G. (1942)** Contratti parasociali - riedito da CEDAM in Diritto delle società - scritti giuridici, 1992
- Oppo, G. (1987)** Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società - Riedito da CEDAM in Diritto delle società - scritti giuridici, 1992
- Oppo, G. (1998)** Patti parasociali: ancora una svolta legislativa - Rivista di diritto civile 1998, 215
- Oppo, G. (1999 a)** Maggioranza e minoranza nella riforma delle società quotate - Rivista di diritto civile 1999, II, 231
- Oppo, G. (1999)** Patti parasociali e Durata dei patti e diritto di recesso - Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria a cura di Alpa e Capriglione - CEDAM 1999, 1130
- Pagano, P. e Schivardi, F. (2001)** Firm size distribution and growth - Banca d'Italia, Tema di discussione n. 394
- Palmieri, G. (1991)** Nomina di nuovi amministratori ex art. 2393 comma 3 c.c., conflitto di interessi e "casting vote". Nota a Trib. Napoli 28 settembre 1988 - Giur. Comm. 1991, II, 332
- Panzani, L. (1989)** Responsabilità degli amministratori: rapporto di causalità fra atti di mala gestio e danno. Lo stato della giurisprudenza - Il Fallimento 1989, 973
- Panzani, L. (1997)** Causalità e danno nell'azione di responsabilità ex art. 146 L. Fall. In: AA.VV.: Fallimento delle società di capitali e regime di responsabilità, Giuffrè 1997, 39

- Pautriè, P. (1999)** In tema di clausola “simul stabunt, simul cadent” - Società 1999, 1055
- Pavone La Rosa, A. (1998)** Brevi osservazioni sulla disciplina del gruppo societario e dei sindacati di voto contenuta nel D.lgs. n. 58 del 1998 - In AA.VV.: La riforma delle società quotate - Giuffrè 1998
- Pedersoli, A. (1993)** Sindacati di blocco: validità, tipi ed effetti - in AA.VV. : Sindacati di voto e sindacati di blocco - Giuffrè 1993, 231
- Pellizzi, G. (1967)** Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare - Rivista di diritto civile 1967, 113
- Perone, G. (1998)** Connotati essenziali del tipo società per azioni e clausole statutarie incompatibili - nota a Cass. 10 dicembre 1996, n. 10970 - Nuova giur. civ. comm. I, 140
- Perrini, F. (1998)** Capitale di rischio e mercato per le PMI. Metodologie e canali di accesso al capitale per lo sviluppo - Milano 1998
- Peruggia, P. (1992)** Atto costitutivo nullo e nullità non rilevate in sede di omologa - Nota a Tribunale di Verona 8 novembre 1991 in Le società 1992, 813
- Picciau, A. (1999)** Patti parasociali - Commento all’art. 122 del Testo Unico dell’intermediazione finanziaria - La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della finanza Dlgs. 24 febbraio 1998, n. 58 Commentario a cura di Marchetti e Bianchi - Giuffrè 1999, 822
- Picciau, A. (1999)** Durata dei patti e diritto di recesso - Commento all’art. 123 del Testo Unico dell’intermediazione finanziaria - La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della finanza Dlgs. 24 febbraio 1998, n. 58 Commentario a cura di Marchetti e Bianchi - Giuffrè 1999, 895
- Picone, L. (2001)** Autonomia statutaria e assemblea di s.p.a. non quotate - Società 2001, 166
- Pinardi, M. (1994)** Il regime legale e statutario dell’assemblea ordinaria in seconda convocazione - Nuova giurisprudenza civile commentata 1994, 393
- Pinnarò, M. (1999)** I patti parasociali - Intermediari finanziari, mercati e società quotate a cura di Patroni Griffi, Sandulli e Santoro - Giappichelli 1999
- Pinto, M. (1999)** Sulla validità dei sindacati di voto a tempo indeterminato nelle società non quotate - Rivista delle società 1999, 1362
- Preite, D. (1988)** Il conflitto di interesse del socio tra codice e disciplina del mercato mobiliare - Rivista delle società 1988, 361
- Preite, D. (1988)a** La destinazione dei risultati nei contratti associativi - Giuffrè 1988
- Preite, D. (1993)** Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni - Rivista delle società 1993, 25.

- Presti, G. (1983)** Le clausole di riscatto nelle società per azioni - Giur. Comm. 1983, II, 397
- Proto, C. (1998)** Responsabilità e danno nell'azione del curatore contro amministratori e sindaci - nota a Cass. 17 settembre 1997, n 9252 - Il Fallimento 1998, 670
- Racugno, G. (1990)** Le società a responsabilità limitata - Enciclopedia del diritto, Vol. XLII, 1990
- Rebecca, G. e Simoni, M. (2000)** Gli statuti delle società per azioni - Giuffrè 2000
- Riccardelli, N. (1993)** Sottrazione all'assemblea del potere di nomina dell'organo amministrativo - nota a Trib. Verona 11 dicembre 1992, Le Società 1993, 50.
- Rivolta, G.C. (1993)** Società a responsabilità limitata - Enciclopedia giuridica Treccani
- Rordorf, R. (1985)** Fallimento della società e azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori - Commento a Tribunale di Milano 28 marzo 1985 - Le società 1985, 1085
- Rordorf, R. (1994)** Art. 2368 e 2369 - Nuova Rassegna di giurisprudenza sul codice civile a cura di Ruperto e Sgroi - Giuffrè 1994 - Tomo V - 1478.
- Rordorf, R. (1994)a** Art. 2383 - Nuova Rassegna di giurisprudenza sul codice civile a cura di Ruperto e Sgroi - Giuffrè 1994 - Tomo V - 1542
- Rordorf, R. (1994)b** Art. 2376 - Nuova Rassegna di giurisprudenza sul codice civile a cura di Ruperto e Sgroi - Giuffrè 1994 - Tomo V - 2376
- Rordorf, R. (1995)** Azioni e quote di società postergate nella partecipazione alle perdite - Le società 1995, 87
- Rossi, G. (1991)** Le diverse prospettive dei sindacati azionari nelle società quotate e in quelle non quotate - Rivista delle società 1991, 1353
- Rossi, G. (1993)** Le diverse prospettive dei sindacati azionari nelle società quotate e in quelle non quotate - in AA.VV. : Sindacati di voto e sindacati di blocco - Giuffrè 1993, 53
- Rossi, S. (1991)** Intermediari a favore della capitalizzazione delle piccole e medie imprese nei maggiori paesi industrializzati - Diritto ed economia 1991, 103
- Roth, C. (2000)** Sviluppo del diritto delle società: la società europea prefigura la società privata europea? The European Legal Forum 2000, Fasc. 6, 1
- Rubino de Ritis, M. (1997)** Trasferimento di pacchetti azionari di controllo: clausole contrattuali e limiti all'autonomia privata - Giur. Comm. 1997, I, 879

- Sahlman, W. (1988)** Aspects of financial contracting in venture capital - Journal of Applied corporate finance 1988, 23
- Sahlman, W. (1990)** The structure and governance of venture capital organization - Journal of financial economics 1990, 473
- Sahlman, W. (1991)** Insights from the American venture capital organization - Working Paper Harvard Business School, 1991
- Salafia, V. (1999)** I patti parasociali nella disciplina contenuta nel D.lgs. 57/1998 - Le società, 261
- Salafia, V. (1999)a** Considerazioni in tema di responsabilità degli amministratori verso le società e verso i creditori sociali - Nota a Cass. 22 ottobre 1998, n. 10488 - Giustizia Civile 1999, I, 79
- Salafia, V. (1999)b** In tema di competenza per la modifica della clausola di prelazione sul trasferimento delle azioni, di regolare convocazione del consiglio di amministrazione della spa e di delega per l'espressione di voto nell'assemblea - nota a Cass. 26 novembre 1998, n. 12012 - Giustizia civile 1999, 414
- Salanitro, N. (1988)** Il regime dei sindacati azionari - Rivista delle società 1988, 743
- Salvato, L. (2000)** Principio di unanimità e derogabilità della regola maggioritaria nelle s.r.l. - Commento a Trib. Alba 17 febbraio 2000- Società 2000, 592
- Santoni, G. (1985)** Patti parasociali - Jovene 1985
- Santoni, G. (1999)** I patti parasociali nella nuova disciplina delle società quotate - Rivista di diritto privato 1999, 195
- Santosuosso, D. (1993)** Il principio della libera trasferibilità delle azioni - eccesso di potere nelle modifiche della circolazione - Giuffrè 1993
- Santosuosso, D. (2000)** Le società non quotate in Germania dalla GmbH (s.r.l.) alla AG (s.p.a.) "flessibile" - AA.VV. La riforma delle società per azioni non quotate a cura di Porzio, Ruspoli Farina e Rotondo - Giuffrè 2000
- Sbisà, G. (1996)** Clausole statutarie sul trasferimento delle azioni - Contratto e impresa 1996, 1171
- Sbisà, G. (1997)** Della società per azioni - Tomo I - Commentario a Codice Civile Scialoja-Branca a cura di Galgano - Art. 2353 - 2409 Zanichelli 1997
- Sbisà, G. (1997)** Il principio della libera circolazione delle azioni e i suoi limiti legale - Della società per azioni - Tomo I - Commentario al Codice civile a cura di Galgano - Zanichelli 1997

- Schermi, A. (1999)** Appunti sulla responsabilità degli amministratori - Nota a Cass. 4 aprile 1998, n. 3483 in *Giustizia Civile* 1999, 1814
- Schlesinger, P. (1993)** Oggetto delle clausole dei sindacati di voto - in AA.VV. : *Sindacati di voto e sindacati di blocco* - Giuffrè 1993, 99
- Schmidt, K. (1999)** Convertible securities and venture capital finance - CEPR discussion paper 2317
- Sciuto, M. (1998)** La clausola statutaria atipica di spa fra “mancanza” e “nullità parziale” dell’atto costitutivo - nota a Cass. 10 dicembre 1996, n. 10970 - *Giur. Comm.* 1998, II, 37
- Serra, A. (1994)** Assemblea - Trattato delle società per azioni a cura di Colombo-Portale - Volume 3* - UTET
- Simonetti, L. (1993)** Shareholders’ agreements in Inghilterra - AA. VV. : *Sindacati di voto e sindacati di blocco* - Giuffrè 1993, 435
- Smith, D. (1997)** The venture capital company: a contractarian rebuttal to the political theory of American corporate finance? - *Tennessee Law Review* 1997, 80
- Smith, J., Wall, J. (1997)** Better exits - EVCA paper, 1997
- Spada, P. (1985)** Dalla nozione al tipo di spa - *Rivista di diritto civile* 1985, 95
- Stanghellini, L. (1997)** I limiti statuari alla circolazione delle azioni - Giuffrè 1997
- Stroud, H. e Vanhaerents, K. (1999)** Venture capital exit routes, mimeo 1999
- Szegö, B. (1999)** Il diritto societario negli Stati Uniti e nei principali paesi europei - Un’analisi della disciplina vigente e delle proposte di riforma allo studio - Banca d’Italia 1999, *mimeo*
- Tarzia, G. (1989)** Problemi di prova nell’azione di responsabilità esercitata dal curatore - nota a Trib. Milano 16 maggio 1988 - *IL Fallimento* 1989, 722
- Tedeschi (1980)** Azioni privilegiate e partecipazioni alle perdite - *Giur. Comm.* 1980, I, 834;
- Testa, R., Asher, W., Todd, K., Hession, J (1991)** Venture capital, West Group 1991
- Torino, R. (1999)** Note in tema di efficacia dei patti parasociali di blocco e di contendibilità del controllo societario nell’ordinamento giuridico italiano e francese - *Rivista di diritto commerciale* 1999, I, 717
- Torsello, M. (2000)** Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino parasociale - *Contratto e impresa* 2000, 896

- Trautman, G. (2001)** Financial contract design in the world of venture capital - John M. Olin Program in Law and Economics - working paper 2001
- Traù, F. (1999)** Il riemergere della *small scale production* nei paesi industriali: rassegna della letteratura empirica e primi confronti internazionali delle tendenze di lungo periodo - AA.VV.: La "questione dimensionale" nell'industria italiana, Il Mulino 1999, 63
- Trester, J. (1997)** Venture capital contracting under asymmetric information - working paper 1997
- Trimarchi, P. (1993)** Strumenti per assicurare l'adempimento dei sindacati di voto - in AA.VV. : Sindacati di voto e sindacati di blocco - Giuffrè 1993, 113
- Troiani, M., Pasquini, C., Rigon, A., Landi, A. (1999)** I servizi finanziari alle piccole e medie imprese nell'esperienza delle banche europee - Bancaria 1999, 64
- Troiano, L., Vanetti, C.B. (2000)** Azionariato dei dipendenti e stock options: le soluzioni offerte dal diritto delle società - Società 2000, 819
- Visconti Moro, R. (1996)** Le stock options: uno strumento di incentivazione del management e dei dipendenti - Impresa 1996, 2325
- Visentini, B. (1959)** Azioni di società - Enciclopedia del diritto, 967
- Visentini, B. (1988)** I sindacati di voto: realtà e prospettive - Rivista delle società 1988, 1
- Weigmann, R. (1997)** Società per azioni - Digesto delle discipline privatistiche, Sezione Commerciale - UTET 1997
- Wright, M., Thompson, S., e Robbie, K. (1997)** Venture capitalists, Buy-outs, and Corporate Governance - Corporate Governance - Oxford University Press 1997, 147
- Zamperetti, G.M. (1999)** L'azione di responsabilità nel fallimento tra sede civile e sede penale. Giur. Comm. 1999, I, 320
- Zanarone, G. (2001)** L'accentuazione dell'autonomia statutaria nella nuova società e responsabilità limitata. In AA.VV.: "Progetto Mirone" e modelli organizzativi per la piccola e media impresa. Giuffrè 2001

GIURISPRUDENZA :

CORTE DI CASSAZIONE

- Cass. 15 aprile 1980, n. 2450 - Foro It. 1980, parte I, 1914 con nota di Marziale
- Cass. 23 febbraio 1981 n. 1056 - Giur. Comm. 1982, II, 314
- Cass. 10 giugno 1981, n. 3755 - Il Fallimento 1981, 899
- Cass. 6 ottobre 1981, n. 5241 - Giur. Comm 1982, II, 768 con note di Bonelli
- Cass. 27 novembre 1982, n. 6431 - Il Fallimento 1983, 810
- Cass. 14 ottobre 1988, n. 5595 - Società 1989, 13, con nota di Rordorf
- Cass. 22 dicembre 1989 n. 5778 - Società 1990, 468
- Cass. 16 marzo 1990, n. 2198 - Foro It. 1991, I, 228; Giur. Comm. 1991, II, 723
- Cass. 11 aprile 1990, n. 3082 - Rivista del diritto commerciale 1992, II, 485
- Cass. 29 ottobre 1994 n. 8927 - Società 1995, 178 con nota di Batti e Giur. Comm 1995, II, 478 con nota di Ciaffi
- Cass. 20 settembre 1995, n. 9975 - Giur. Comm 1997, II, 50
- Cass. 22 ottobre 1996, n. 9191 - Giur. Comm. 1997, II, 237 con nota di Jaeger
- Cass. 29 novembre 1996, n. 10668 - Diritto fallimentare, II, 1150
- Cass. 10 dicembre 1996, n. 10970 - Nuova giur. civ. comm. I, 134 con nota di Perone e Giur. Comm. 1998, II, 31 con nota di Sciuto
- Cass. 17 settembre 1997, n 9252 - Il Fallimento 1998, 666 con nota di Proto
- Cass. 4 aprile 1998, n. 3483 - Giustizia Civile 1999, 1809 con nota di Schermi
- Cass. 22 ottobre 1998, n. 10488 - Giustizia Civile 1999, I, 75, con nota di Salafia; Il fallimento 1999, 1079 con nota di Badini Confalonieri; Società 1999, 557 con nota di Funari
- Cass. 26 novembre 1998, n. 12012 - Società 1999, 674 con nota di Cupido e in Giustizia civile 1999, 407 con nota di Salafia
- Cass. 16 marzo 1990, n. 2197 - Società 1990, 1038 con nota di Riccardelli
- Cass. 21 gennaio 2000, n. 642 - Società 2000, 550 e 697 con nota di Fanti

CORTI D'APPELLO

- App. Trieste 19 ottobre 1984 - Rep. Foro It. 1986, voce "società", n. 365
- App. Roma 14 gennaio 1991 - Giur. Comm. 1991, II, 448
- App. Milano 20 aprile 1993 - Società 1993, 1225

App. Brescia 18 giugno 1996 - Rep. Foro It. 1997, voce "società", n. 564
App. Roma 27 febbraio 1997 - Giur. It. 1997, Parte prima, Sez. II, 568
App. Milano 23 giugno 1997 - Società 1997, 1308 con nota di Figone
App. Milano 1 luglio 1998 - Società 1999, 691 con nota di De Angelis e Giustizia civile 1999, 783 con nota di Luoni
App. Torino 1 luglio 1991 - Rep. Foro It. 1992, voce "società", n. 495
App. Catania 19 gennaio 1981, Foro It., 1981, I, 2057
App. Torino 23 gennaio 2001 - Giur. It. 2001, 534 con nota di Montalenti

TRIBUNALI

Trib. Napoli 18 giugno 1975 - Banca, borsa e Titoli di credito 1978, II, 500
Trib. Udine 10 aprile 1981 - Giur. Comm. 1982, II, 884 con nota di Guglielmucci
Trib. Udine 25 novembre 1981 - Giur. Comm. 1982, II, 884 con nota di Guglielmucci
Trib. Monza 29 gennaio 1982 - Giur. Comm. 1983, II, 125
Trib. Milano 15 luglio 1982 - BBTC 1983, II, 474, con nota di Costa
Trib. Roma 1 ottobre 1982 - Rep. Foro Italiano 1984, Voce "società" n. 489
Trib. Udine 4 dicembre 1982 - Rep. Foro It. 1983, voce "società", n. 322
Trib. Udine 16 dicembre 1982 - Rep. Foro It. 1983, voce "società", n. 320
Trib. Rimini 19 maggio 1983 - Rep. Foro It. 1983, voce "società", n. 319
Trib. Gorizia 27 giugno 1983 - Rep. Foro It. 1985, voce "società", n. 431
Trib. Bologna 13 settembre 1984 - Rep. Foro It. 1985, voce "società", n. 429
Trib. Bologna 12 ottobre 1984 - Rep. Foro It. 1985, voce "società", n. 430
Trib. Milano 28 marzo 1985 - Società 1985, 1083 con nota di Rordorf
Trib. Verona 22 aprile 1986 - Società 1986, 1018
Trib. Milano 19 dicembre 1986 - Foro It. 1987, 3162
Trib. Verona 18 dicembre 1987 - Le Società 1988, 403 con nota di Dabormida
Trib. Milano 16 maggio 1988 - Il Fallimento 1989, 720 con nota di Tarzia
Trib. Milano 2 settembre 1988 - Il diritto fallimentare e delle società commerciali 1989, II, 855 con nota di Montironi
Trib. Napoli 28 settembre 1988 - Giur. Comm. 1991, II, 327 con nota di Palmieri
Trib. Pavia 12 luglio 1989 - Giur. merito 1990, 505, con nota di Del Vecchio
Trib. Cassino 13 ottobre 1989 - In Le Società 1990, 362

Trib. Ascoli Piceno 9 gennaio 1990 - Le società 1990, 523 con nota di Ambrosini
Trib. Milano 28 marzo 1990 - Giur. It. 1990, Parte I, Sez. II, 337 e Giur. Comm. 1990, II, 786
Trib. Milano 26 maggio 1990 - Giur. It. 1991, Parte prima, Sez. II, 590 con nota di Grosso
Coll. arb. 20 giugno 1990 - Giur. It. 1990, I, 2, 529
Trib. Milano 6 ottobre 1990 - Giur. Comm. 1991, II, 299 con nota di Maienza
Trib. Cassino 21 giugno 1991 - Le società n. 1/1991, 82. con nota anonima
Trib. Verona 8 novembre 1991 - Società 1992, 813 con nota di Peruggia
Trib. Rieti 15 novembre 1991 - Rep. Foro It. voce "provvedimenti di urgenza" n. 173
Trib. Verona 16 gennaio 1992 - Rep. Foro It. 1992 - voce "società n. 496
Trib. Verona 11 dicembre 1992 - Società 1993, 950 con nota di Riccardelli
Trib. Udine 23 gennaio 1993 - Società 1993, 532
Trib. Trieste 2 giugno 1994 - Giur. Comm. 1998 II, 789 con nota di Dini e Società 1995, 87
Trib. Frosinone 14 gennaio 1995 - Rep. Foro It. 1997 voce "società" n. 574
Trib. Torino 10 febbraio 1995 - Il Fallimento 1995, 1150 con nota di Gaffuri
Trib. Milano 6 aprile 1995 - Giur. Comm. 1996, II, 233 con nota di Daccò
Trib. Bologna 12 dicembre 1995 - Società 1996, 907 con nota di Torino
Trib. Biella 19 novembre 1996 - Giur. Merito 1998, 39, con nota di Albertini
Trib. Spoleto 12 dicembre 1996 - Rep. Foro It. Voce "società", n. 6270
Trib. Bologna 17 dicembre 1996 - Giur. Comm. 1998, II, 417
Trib. Roma 20 dicembre 1996 - Rep. Foro It. 1997 voce "società" n. 573
Trib. Monza 15 gennaio 1997 - Giur. Comm. 1998 II, 789 con nota di Dini
Trib. Roma 22 gennaio 1997 - Nuovo dir. 1998, 949
Trib. Biella 5 maggio 1997 - Giur. it. 1998, 969
Trib. Torino 1 ottobre 1997 - Rep. Foro It. 1998 - voce Società n. 621
Trib. Udine 5 dicembre 1997 - Società 1998, 455
Trib. Trieste 23 aprile 1998 - Società 1998, 1331 con nota di Ianniello
Trib. Trieste 23 aprile 1998 - Società 1998, 1331 con nota anonima
Trib. Trieste 12 giugno 1998 - Giur. Comm. 1999, II, 332 con nota di Belvedere
Trib. Torino 12 gennaio 1999 - Il Fallimento 1999, 1079
Trib. Alba 17 febbraio 2000 - Società 2000, 591 con nota di Salvato
Trib. Milano 9 marzo 2000 - Giur. It. 2000, 1879 con nota anonima
Coll. Arb. 7 aprile 2000 - Contratto e impresa 2000, 859.
Trib. Torino 22 novembre 2000 - Giur. It. 2001, 534 con nota di Montalenti

QUADERNI PUBBLICATI

- n. 1 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Evoluzione tecnica e disciplina giuridica dell'intermediazione finanziaria*, ottobre 1985 (esaurito).
- n. 2 — FRANCESCO CARBONETTI, *Moneta*, dicembre 1985.
- n. 3 — PIETRO DE VECCHIS, *L'istituto di emissione*, febbraio 1986 (esaurito).
- n. 4 — GIUSEPPE CARRIERO, *Governo del credito e Regioni a statuto speciale: il quadro istituzionale*, aprile 1986.
- n. 5 — GIORGIO OPPO, *Una svolta dei titoli di massa (il progetto Monte Titoli)*, aprile 1986.
- n. 6 — LUIGI DESIDERIO, *Le norme di recepimento della Direttiva comunitaria n. 780/77 in materia creditizia*, maggio 1986 (esaurito).
- n. 7 — GIORGIO SANGIORGIO - FRANCESCO CAPRIGLIONE, *La legge bancaria: evoluzione normativa e orientamenti esegetici*, giugno 1986.
- n. 8 — VINCENZO MEZZACAPO, *L'attività bancaria nell'ambito dei movimenti di capitali nella CEE*, giugno 1986 (esaurito).
- n. 9 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*, luglio 1986.
- n. 10 — FRANCESCO CARBONETTI, *I cinquant'anni della legge bancaria*, settembre 1986.
- n. 11 — *La legge bancaria*, ottobre 1986.
- n. 12 — CARMINE LAMANDA, *L'evoluzione della disciplina del controllo sul sistema creditizio dalla legge bancaria ad oggi*, dicembre 1986 (esaurito).
- n. 13 — GIOVANNI IMPERATRICE, *L'accertamento dell'illecito amministrativo nel diritto valutario e nel diritto tributario*, marzo 1987.
- n. 14 — GIORGIO SANGIORGIO, *Profilo istituzionale della disciplina pubblicistica del credito*, maggio 1987.
- n. 15 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, (a cura di) *La disciplina comunitaria del credito al consumo*, luglio 1987.
- n. 16 — CARLO TAGLIENTI, *Il credito documentario: nozione, fondamento, problematica*, settembre 1987.
- n. 17 — PIETRO DE VECCHIS, *Aspetti legali delle crisi bancarie in Italia*, gennaio 1988.
- n. 18 — VINCENZO MEZZACAPO, *Il mercato secondario organizzato dei titoli emessi o garantiti dallo Stato*, agosto 1988.
- n. 19 — FRANCESCO CARBONETTI, *Il controllo della Banca d'Italia sulle emissioni di titoli atipici*, ottobre 1988.
- n. 20 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Le polizze di credito commerciale*, dicembre 1988.
- n. 21 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *La responsabilità penale del banchiere: evoluzione giurisprudenziale e prospettive di riforma*, dicembre 1989 (esaurito).
- n. 22 — MARCELLO CONDEMI, *Le sanzioni amministrative bancarie e la giurisprudenza della Corte d'Appello di Roma*, aprile 1991.

- n. 23 — MARCO MANCINI - MARINO PERASSI, *I trasferimenti elettronici di fondi*, maggio 1991.
- n. 24 — ENRICO GALANTI, *La crisi degli enti creditizi nella giurisprudenza: la liquidazione coatta amministrativa*, giugno 1991.
- n. 25 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Note introduttive alla disciplina delle s.i.m. e dell'organizzazione dei mercati finanziari*, giugno 1991.
- n. 26 — AA.VV., *La ristrutturazione della banca pubblica e la disciplina del gruppo creditizio*, gennaio 1992.
- n. 27 — GIORGIO SANGIORGIO, *Le Autorità creditizie e i loro poteri*, marzo 1992.
- n. 28 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Il recepimento della seconda direttiva Cee in materia bancaria. Prime riflessioni*, febbraio 1993.
- n. 29 — *Il Sistema dei pagamenti. Atti del Convegno giuridico* (Perugia - S.A.Di.Ba., 23-24 ottobre 1992), settembre 1993.
- n. 30 — OLINA CAPOLINO, *L'amministrazione straordinaria delle banche nella giurisprudenza*, ottobre 1993.
- n. 31 — P. FERRO-LUZZI - P. G. MARCHETTI, *Riflessioni sul gruppo creditizio*, dicembre 1993.
- n. 32 — *Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, marzo 1994.
- n. 33 — *Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. The 1993 Banking Law*, marzo 1994.
- n. 34 — GIUSEPPE CARRIERO, *Struttura ed obiettivi della legge sui fondi immobiliari chiusi*, novembre 1994.
- n. 35 — LUCIO CERENZA, *Profilo giuridico del sistema dei pagamenti in Italia*, febbraio 1995.
- n. 36 — GIOVANNI CASTALDI, *Il riassetto della disciplina bancaria: principali aspetti innovativi*, marzo 1995.
- n. 37 — VINCENZO PONTOLILLO, *L'evoluzione della disciplina dell'attività di emissione di valori mobiliari*, giugno 1995.
- n. 38 — O. CAPOLINO - G. CARRIERO - P. DE VECCHIS - M. PERASSI, *Contributi allo studio del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, dicembre 1995.
- n. 39 — FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Cooperazione di credito e Testo Unico bancario*, dicembre 1995.
- n. 40 — MARINO PERASSI, *L'attività delle banche in "securities" e la disciplina dei contratti derivati in Giappone*, aprile 1996.
- n. 41 — ENRICO GALANTI, *Norme delle autorità indipendenti e regolamento del mercato: alcune riflessioni*, novembre 1996.
- n. 42 — M. PERASSI - R. D'AMBROSIO - G. CARRIERO - O. CAPOLINO - M. CONDEMI, *Studi in materia bancaria e finanziaria*, novembre 1996.
- n. 43 — *Convegno Per un diritto della concorrenza* (Perugia, giugno 1996), dicembre 1996.
- n. 44 — *Crisi d'impresa, procedure concorsuali e ruolo delle banche*, marzo 1997.
- n. 45 — DONATELLA LA LICATA, *La cessione di rapporti giuridici "individuabili in blocco" nell'art. 58 del T.U. bancario*, aprile 1997.

- n. 46 — PAOLO CIOCCA - ANTONELLA MAGLIOCCO - MATILDE CARLA PANZERI, *Il trattamento fiscale dei rischi sui crediti*, aprile 1997.
- n. 47 — P. DE VECCHIS - G.L. CARRIERO - O. CAPOLINO, M. MANCINI, R. D'AMBROSIO, *Studi in materia bancaria e finanziaria 1996*, settembre 1997.
- n. 48 — GIUSEPPE CARRIERO, *Il credito al consumo*, ottobre 1998.
- n. 49 — *Fondamento, implicazioni e limiti dell'intervento regolamentare nei rapporti tra intermediari finanziari e clientela*, marzo 1999.
- n. 50 — A. MAGLIOCCO - D. PITARO - G. RICOTTI - A. SANELLI, *Tassazione del risparmio gestito e integrazione finanziaria europea*, settembre 1999.
- n. 51 — ENRICO GALANTI, *Garanzia non possessoria e controllo della crisi di impresa: la floating charge e l'administrative receivership*, gennaio 2000.
- n. 52 — *Bankruptcy Legislation in Belgium, Italy and the Netherlands*, (Brussels, 7 July 2000), giugno 2001.
- n. 53 — VINCENZO TROIANO, *Gli Istituti di moneta elettronica*, luglio 2001.
- n. 54 — STEFANO CAPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, luglio 2001.
- n. 55 — BRUNA SZEGO, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, giugno 2002.