

SEZIONE 1
GOVERNANCE *DELLE IMPRESE*

CAPITOLO 1

(HIGH-TECH)START-UPS, PICCOLE E MEDIE IMPRESE: CANALI DI FINANZIAMENTO E PROBLEMI DI GOVERNANCE

di *Enrico Tonelli*

1. Premessa. – 2. Il fenomeno imprenditoriale oggetto di indagine. – a) Alcuni dati empirici. – b) Una precisazione opportuna. – 3. Il ciclo di vita dell'impresa e il reperimento della provvista finanziaria. – a) Il *crowdfunding*. – b) Il (*Formal e Informal*) *Venture Capital* – c) Il credito bancario (cenni). – 4. Le iniziative europee e quelle domestiche a sostegno dell'imprenditorialità. – a) Il ripensamento del ruolo del diritto societario. – b) La *Societas Unius Personae*. – c) Il contesto domestico. – 5. La composizione degli interessi degli imprenditori e dei finanziatori tra legge e contratto. – a) l'*equity crowdfunding*. – b) il *venture capital* e le clausole di *drag-along*. – c) il credito bancario e i *covenants*. – 6. Alcune sintetiche considerazioni conclusive.

1. Premessa

La scelta del tema di ricerca è da considerarsi senza dubbio fortunata: negli ultimi tempi, infatti, si è assistito alla fioritura di una serie di ricerche dirette a chiarire i termini del rapporto, una volta soltanto genericamente evocato, tra diritto societario e imprenditorialità.

Un legame in virtù del quale, a volersi abbandonare a qualche esempio, pur senza uscire dai confini nazionali:

(a) continua a discutersi, con alterne fortune, sul superamento delle regole del capitale sociale in termini formali nelle s.r.l. (e invero, almeno nella sostanza, anche nelle s.p.a.);

(b) è stato rivisto – direttamente o indirettamente – l'intero impianto della disciplina dell'intermediazione finanziaria per facilitare, in regime di

“disintermediazione” o, più precisamente, di “quasi-disintermediazione”, la raccolta dei capitali da parte di imprese cui è stato storicamente precluso, per vari fattori, l’accesso a più e meno tradizionali canali di finanziamento (ossia, in pratica, al credito bancario ed al *venture capital*);

(c) sono state riviste, peraltro in linea con quanto accaduto anche in altri ordinamenti a stemperamento della dicotomia tra *privateness* e *publicness* posta a fondamento delle iniziative in materia di *securities regulation*¹, le caratteristiche tipologiche della s.r.l., storicamente considerata – a ragione – “incompatibile” con la raccolta del risparmio presso il pubblico indifferenziato dei risparmiatori;

(d) sono state accentuate le caratteristiche “contrattuali” di alcune procedure concorsuali e – ancor più eloquentemente – è stato rivisto lo stesso concetto di insolvenza ed il trattamento del fallito al fine di consentirgli il prima possibile un secondo (od anche un terzo) “*fresh start*” che allontana ancor di più i tempi, culturalmente comunque già lontanissimi, in cui l’imprenditore decotto era sanzionato in piazza attraverso la “rottura del suo banco” e, quindi, la pubblica lettura della dichiarazione – appunto – di bancarotta.

2. Il fenomeno imprenditoriale oggetto di indagine

a) Alcuni dati empirici

L’acronimo “PMI” è usualmente impiegato per fare riferimento a tre diverse tipologie di realtà imprenditoriali, secondo una classificazione formalizzata da una nota comunicazione della Commissione Europea in base alla quale si distingue tra (a) grandi imprese, (b) medie imprese, (c) piccole imprese e (d) micro-imprese.

In ambito continentale, le “*small and medium enterprises*” svolgono un ruolo cruciale: nel 2013, le c.d. “microimprese” rappresentavano oltre il 92% del tessuto imprenditoriale continentale ed hanno occupato il 28.7% dei lavoratori attivi e creato oltre il 21% del valore aggiunto complessivo².

¹ Cfr., per es., D.C. LANGEVOORT, R.B. THOMPSON, “*Publicness*” in *Contemporary Securities Regulation After the JOBS Act* (2013), in *Georgetown Law Journal* 101, 337 ss.

² Cfr., M. NEVILLE, K.E. SØRENSEN, *Promoting Entrepreneurship – The New Company Law Agenda* (2014), in *European Business Organization Law Review* 15, 545-584, spec. 545.

Non dissimili sono le conclusioni cui si perviene con riferimento al contesto nostrano. Analizzando il campione di imprese rappresentato dal complesso di società di capitali non finanziarie che soddisfano i requisiti di dipendenti, fatturato e attivo definiti dalla Commissione, e sulla scorta dei dati estrapolabili dagli ultimi bilanci disponibili, un recente rapporto sulla realtà domestica delle PMI³ ha rilevato come a soddisfare i requisiti suddetti siano ben 137.046 società – di cui 113.387 unità rientrano nella definizione di “piccola impresa” e 23.659 in quella di “media impresa”.

Queste imprese rappresentano più di un quinto (il 22%) del numero totale delle imprese che hanno depositato un bilancio valido; hanno occupato 3,9 milioni di addetti (di cui oltre la metà lavorano in aziende piccole), hanno realizzato un volume d'affari pari a 838 miliardi di euro; hanno creato valore aggiunto per 189 miliardi di euro (pari al 12% del Pil); hanno movimentato capitali di debito finanziario per 255 miliardi di euro.

Rispetto al complesso delle società non finanziarie, nel contesto dell'economia domestica, le PMI pesano per il 36% in termini di fatturato, per il 41% in termini di valore aggiunto e per il 30% in termini di debiti finanziari.

Inoltre, dopo un periodo in cui si erano manifestate tendenze in senso opposto, le PMI hanno ripreso a crescere in termini di numero, riavviandosi – a differenza delle grandi società, per cui invece i risultati sono stati ancora negativi – su un percorso di virtuosa crescita dei conti economici.

Alla luce dei dati disponibili, può comunque dirsi che il mercato risulti oggi caratterizzato dalla presenza di realtà imprenditoriali «più solide che in passato», per via «[de]ll'uscita in massa dal mercato delle società più fragili».

La crisi ha infatti “ucciso” un significativo numero di PMI: «tra 2007 e 2014 il numero di PMI è passato da 150 mila a 137 mila, con una perdita di circa 13 mila aziende. La contrazione dello stock ha inizio dopo il 2009, anno in cui si è raggiunto il picco massimo (158 mila), con un'accentuazione del fenomeno dal 2012 in poi».

Ancora, per il quarto anno consecutivo, si è registrata «una riduzione delle iscrizioni alle Camere di Commercio». Con “sole” 375.000 iscrizioni, si è infatti assistito ad una sensibile diminuzione di ben 3.700 unità tra 2013 e 2014. Il calo però risulta essersi arrestato nei primi sei mesi del 2015, con il numero di nuove imprese stabilizzatosi al livello del primo semestre del 2014.

³ I dati che seguono sono stati ricavati dalle indagini compiute dal Cerved e, segnatamente, dal suo Rapporto PMI 2015, disponibile all'indirizzo www.cerved.com che fornisce, sulla scorta dei dati relativi all'esercizio 2013, una completa panoramica sull'universo delle PMI italiane.

D'altra parte, alla riduzione del numero delle iscrizioni si è unito un cambiamento nelle scelte organizzative degli imprenditori, che hanno privilegiato negli ultimi anni (2014 e 2015) tipologie più complesse. La riduzione si è, cioè, concentrata principalmente tra le società di persone e le ditte individuali e non ha riguardato, invece, le società di capitali, il cui numero di iscrizioni anzi ha, per la prima volta dal 2008, superato quota 100 mila, con un +8,4% rispetto al 2013: un *trend* – questo – che appare confermato dai dati relativi ai primi sei mesi del 2015 (+6,6%), anche se occorre pure dare atto del fatto che non tutte le nuove iscrizioni corrispondono a delle “vere” nuove imprese. Ciò tuttavia non sminuisce la valenza positiva del basilare dato di fondo.

E deve ritenersi che questi numeri positivi siano stati senza dubbio “trainati” dalla “esplosione” dell'utilizzo della s.r.l. semplificata.

Se nel 2014 ne erano nate 27 mila (ossia, un terzo del totale delle “vere” nuove società di capitali ed il 64,6% in più del 2013), nei primi sei mesi del 2015 l'aumento sembra proseguire, anche se a ritmi meno elevati (con +7,8% “vere” nuove imprese rispetto al primo semestre 2014, delle quali oltre il 40% hanno assunto la forma della s.r.l. semplificata).

È anche vero, d'altra parte, che l'introduzione delle s.r.l. – insieme alla congiuntura economica fortemente negativa – ha favorito anche un certo “nanismo” imprenditoriale. Assumendo ad indicatore della dimensione a cui aspirano le nuove aziende il capitale sociale versato all'atto dell'iscrizione presso la Camera di Commercio, se ne evince, infatti, una tendenza abbastanza chiara: «[i] dati confermano la tendenza in atto dal 2007: prima la crisi e poi l'introduzione delle Srl semplificate hanno incentivato all'iscrizione società potenzialmente più piccole», i cui creditori difficilmente potranno esimersi dal negoziare protezioni “alternative” rispetto a quelle utilizzate alla presenza di un capitale sociale.

b) Una precisazione opportuna

A dispetto della tendenza, che è in certa misura ineliminabile funzione della metodologia tipica delle scienze statistiche, a discorrere delle PMI in termini “unitari” e “monolitici”, una più attenta osservazione delle caratteristiche del fenomeno induce a ravvisare sensibili differenze fenomenologiche che impongono una breve digressione sul punto.

Fondamentalmente (e dunque prescindendo da molte altre distinzioni cui sarebbe possibile pervenire a seconda delle finalità dell'indagine⁴) di PMI

⁴ Cfr. CERVED, cit. (ove si parla, ad esempio, di “gazzelle” con riferimento a quelle PMI

si parla anche con riferimento a realtà che invero presentano numerosi profili di differenza, ove non addirittura di divergenza: «*[v]iewing small businesses as a homogenous group, however, is highly inaccurate. In reality, the term small business encompasses a wide range of different types of businesses*»⁵.

È, invece, imprescindibile muovere dalla constatazione della opportunità di tratteggiare «*a distinction between two very different segments of small businesses: those that start small and are likely to stay small (“livelihood businesses”) and those that are built to grow rapidly (“rapid-growth start-ups”*»⁶.

Nella letteratura internazionale, la distinzione è ben consolidata⁷. Da noi, invece, si tende, specialmente da parte dei giuristi, a trattare la categoria delle PMI in termini unitari.

A spiegare tale tendenza probabilmente contribuisce, insieme al minor livello di interdisciplinarietà della ricerca e quindi della diffusione delle relative conoscenze, soprattutto la sostanziale marginalità (se non addirittura della pressoché totale assenza, almeno fino a tempi recenti) del fenomeno delle *high-tech start-up*: il che è del tutto normale, rispondendo a dinamiche di “accreditamento sociale” del fenomeno già riscontrate, in passato, in altri contesti: il pieno apprezzamento dei caratteri di un dato fenomeno ne presuppone l’insediamento nel contesto di riferimento. Anche in quegli ambienti in cui le *high-tech start-ups* sono oggi considerate elemento tipico del sistema economico, ed in cui pertanto si prestano ad essere meglio osservate e studiate, in passato vi era una certa riluttanza ad ammetterne la specificità (persino da parte degli stessi operatori – i.e., degli investitori – e dunque da un punto di vista eminentemente pratico), con conseguente difficoltà, almeno in un primo momento, a riconoscere la fondatezza delle istanze che queste imprese più o meno vigorosamente, pur senza organizzarsi in gruppo capace di fare pressione, avanzano al fine di ottenere una differenziazione del relativo trattamento regolatorio.

che viaggiano ad un tasso di crescita alquanto sostenuto, riuscendo a raggiungere traguardi (ad es., di marketing o di bilancio) comparativamente apprezzabili. Ma si parla anche di “gamberetti” e “cavallette” per richiamare – rispettivamente – «le PMI che hanno ridotto la propria scala fino a diventare microimprese e le microimprese che invece sono cresciute, fino a raggiungere la dimensione di PMI»).

⁵ Cfr., per es., J. ORCUTT, *Improving the Efficiency of the Angel Finance Market: a Proposal to Expand the Intermediary Role of Finders in the Private Capital Raising Setting* (2006), in *Pierce Law Faculty Scholarship Series – Accepted Paper no. 10*, disponibile all’indirizzo <http://lsr.nellco.org/piercelaw_facseries/10>.

⁶ J. ORCUTT, *Improving the Efficiency of the Angel Finance Market*., ecc., cit.

⁷ Cfr., per es., J. ORCUTT, *op. cit.*

Infatti, la maggior parte dei cc.dd. “*livelihood businesses*” è funzionale al conseguimento di un reddito, spesso minimo o comunque relativamente modesto, per i fondatori od i gestori dell’impresa ed i membri delle loro famiglie, senza che vi sia, né all’inizio né durante, una programmatica prospettiva di moltiplicare in un breve lasso di tempo i profitti di impresa in ragione della “distruzione” di un mercato di riferimento o di un suo segmento⁸: manca loro quella “creatività distruttrice” da cui, però, dipende la capacità di generare ricchezza in misura “non ordinaria”⁹.

“Creatività distruttrice” che è invece caratteristica fondamentale delle *high-tech start-ups*: la cui capacità di crescita pressoché immediata è funzione, invero, della “scalabilità” dell’esecuzione del sottostante business: «*a start-up is a “temporary organization designed to search for a repeatable and scalable business model”*»; «*[and it] do[es] so quickly, in a way that will have a significant impact on the current market*»¹⁰. Rappresentando i veicoli per eccellenza per l’avvio e lo sviluppo dei processi di “distruzione creatrice” di schumpeteriana memoria da cui dipende la profonda alterazione strutturale di un mercato o, addirittura, l’emersione di uno nuovo, tali imprese incidono in larga misura sulla crescita di una data economia ed in ultima analisi sul conseguente miglioramento delle condizioni di welfare generali: tanto riconosce la stessa Commissione Europea, che sottolinea come «*economic research considers innovation a crucial driver of long-term productivity and economic growth. Countries which are able to generate innovation and to adopt new technologies grow faster*»¹¹.

⁸ Cfr., per es., J. ORCUTT, *op. cit.*, 862 (il quale A. aggiunge infatti «*[f]or example, owner-operated convenience stores, suburban construction companies, or hair salons would fall under the livelihood business classification. These livelihood businesses, which account for more than 90% of small businesses, are not the entrepreneurial force that drives the economy nor are they particularly strong job creators*»).

⁹ *Ibidem* («*In fact, these livelihood businesses are more aptly described as “job churners.”*»¹¹ *In addition to being large job creators, livelihood businesses are also the largest “destroyers” of jobs, due to rapid job turnover, layoffs and frequent bankruptcies, resulting in a much more modest net creation of jobs by these firms. Moreover, these “churned” jobs are generally low paying with poor benefits, lack of job security, and few opportunities for advancement*»).

¹⁰ Cfr. E. POPE, *op. cit.* («*For years, investors treated start-ups as smaller versions of large companies; this was problematic because there is a vast ideological (and organizational) difference between a start-up, small business, and large corporation, which necessitates different funding strategies and KPIs*»).

¹¹ Da ultimo si veda la Comunicazione relativa al progetto di Capital Market Union, ove numerosi riferimenti al ruolo di queste imprese, all’innovazione ed ai finanziatori (*i.e.* *venture capitalists, crowdfunding e business angels*).

Con impostazione più tradizionale e meno interdisciplinare, può anche dirsi che le differenze si lascino apprezzare sul piano della diversità dell'oggetto dell'impresa – e dunque distinguere, come fa il nostro legislatore, tra “imprese innovative” e imprese “tradizionali”. Dovrebbe però in tal caso quantomeno prendersi atto del fatto che la scelta di costringere entro categorizzazioni formali un dato sostanziale porta con sé il rischio – come purtroppo certe cronache dimostrano¹² – di un utilizzo opportunistico delle definizioni legislative (o, più specificamente, delle loro debolezze strutturali od applicative).

Indipendentemente dall'impostazione prescelta, dovrebbe essere comunque chiaro – alla luce degli essenziali cenni appena svolti – che «*[a] start-up is often misunderstood for [being] simply a small new business. [But t]he truth is, there is significant difference between the two*»¹³; e lungi dall'obbedire ad una logica meramente teorica, l'apprezzamento di queste differenze è fondamentale per comprendere le divergenze sussistenti a livello di struttura economico-informativa dell'impresa e per quanto concerne, di conseguenza, anche il correlato impatto sulla selezione del canale di finanziamento.

Come infatti si viene brevemente dicendo, i rischi insiti nell'esercizio di imprese ad alto contenuto tecnologico rendono di fatto impossibile il ricorso al capitale di debito e rendono imprescindibile – per ragioni evidentemente correlate alla possibilità di cogliere appieno il c.d. “*upside profit*” – l'apporto di capitale di rischio: il che vale ad introdurre al problema, trattato poco più oltre, del rapporto della varietà degli arrangiamenti riscontrabili, a seconda del canale di finanziamento cui si è attinto e nei limiti in cui il diritto vigente lo consente, sul piano della *governance* d'impresa.

¹² Cfr. F. SANTELLI, *Crowdfunding, lo strano caso di Pawlonia*, in *La Repubblica*, 26.8.2014, disponibile sul sito del quotidiano all'indirizzo <http://www.repubblica.it/rubriche/start-up-stories/2014/08/26/news/crowdfunding_caso_paulownia-94459210/>. Su questo problema, peraltro, v. (in termini più generali) anche G.D. MOSCO, *Le S.r.l. ed il loro doppio*, in *La Voce*, 5.8.2015, liberamente consultabile sul sito della testata giornalistica all'indirizzo <www.lavoce.info>.

¹³ E. POPE, *The Difference between a Start-up and a Small Business*, disponibile all'indirizzo <<https://generalassemb.ly/blog/difference-between-a-start-up-and-a-small-business/>>.

3. Il ciclo di vita dell'impresa e il reperimento della provvista finanziaria

Esaurite le risorse eventualmente messe a disposizione da “*family, friend and fools*”¹⁴ e sfruttato appieno il c.d. “*bootstrap financing*”¹⁵, la formazione della provvista finanziaria necessaria a garantire la sopravvivenza dell'impresa dipende dalla possibilità di attingere a fonti esterne.

Al quale risultato è oggi possibile pervenire sfruttando gli strumenti messi a disposizione dall'incessante sviluppo delle tecnologie: come poco tempo fa si leggeva su *The Economist*, «*[t]echnology ought to have revolutionised finance more than any other industry. After all, modern money is mostly an entry on a*

¹⁴ È intuibile quali siano le ragioni, che spesso non sono affatto correlate ad un giudizio “tecnico” sulla bontà del progetto imprenditoriale, per cui “famigliari, amici e folli” siano propensi a finanziare un'impresa: cfr., per gli opportuni approfondimenti, R. KOTHA & G. GEORGE, *Friends, Family, or Fools: Entrepreneur Experience and Its Implications for Equity Distribution and Resource Mobilization* (2012), in *Journal of Business Venturing* 27, 525-543.

¹⁵ In un amichevole colloquio dei ricercatori dell'unità locale di Perugia con un influente docente statunitense, alla domanda su cosa esattamente si dovesse intendere per “*bootstrap financing*” la risposta, poi reiterata via email, fu: «*When you're thinking about how to raise money, one of the first things you should consider is bootstrap financing--using your own money to get your business off the ground*». L'espressione, allude, in pratica, a qualsiasi mezzo finanziario di cui l'imprenditore, anche nella sua veste di *private*, può disporre per accedere «*to free additional capital to launch a venture, meet operational needs or expand your business*». La convenienza di questo strumento è in *re ipsa*, atteso che il costo del capitale generalmente non sconta – a differenza di quello reperito attraverso altre fonti – una valutazione del profilo di rischio dell'impresa finanziata; ed atteso che, inoltre, consente di conseguire un effetto di positivo “*window dressing*” per l'impresa che in tal modo accede a risorse “*off the book*” e come tali inidonee ad incidere sulla sua posizione contabile-finanziaria e sulla sua esposizione debitoria: il che potrebbe chiaramente rendere più attraente l'impresa agli occhi di altri, futuri apportatori di capitale (di debito o di rischio poco importa). L'utilizzo di linee di credito personali (incluse una o più carte di credito) rappresenta forse l'esempio di *bootstrap financing* di più immediata intuibilità. Per tacita convenzione, vi rientrano, tuttavia, anche più o meno innocue condotte opportunistiche dell'imprenditore in danno di altri *stakeholders*, primi fra tutti i creditori ed i lavoratori, come ad esempio la posticipazione dei pagamenti dovuti a fronte di forniture ovvero di prestazioni lavorative (anche se è raro, invero, lo scenario in cui l'impresa abbia dei lavoratori dipendenti, generalmente le prestazioni lavorative essendo invece apportate esclusivamente da quanti vi hanno un interesse “proprietario”). In tema, tra i tanti, v. (anche per alcuni interessanti dati empirici, H. VAN AUKEN, *An Empirical Investigation of Bootstrap Financing among Small Firms* (2003), in *Journal of Small Business Strategy* 14, 22-36.

*computer – capable of being transmitted instantly and virtually costlessly around the world»*¹⁶.

a) *Il crowdfunding*

Benché gli esempi che potrebbero addursi a tangibile dimostrazione della veridicità di questa affermazione siano molteplici¹⁷, non possono esservi dubbi sul fatto che, dal punto di vista delle imprese (intese quali raccoglitori di capitali altrui), il *crowdfunding* rappresenti – almeno nelle parole degli addetti ai lavori e dei *policymakers* europei¹⁸ – l'innovazione potenzialmente più interessante¹⁹.

È noto che di *crowdfunding* si parla con riferimento ad una particolare procedura di *capital-raising* scomponibile in tre momenti fondamentali: (i) la presentazione di un dato progetto al pubblico dei potenziali investitori tramite piattaforme *on line* a ciò dedicate; (ii) la raccolta delle adesioni da parte dei soggetti interessati a contribuire alla sponsorizzazione della fase di implementazione del progetto; e (iii) l'effettivo impiego dei capitali raccolti.

Il richiamo all'usuale esiguità dei contributi raccolti e la partecipazione di un gran numero di finanziatori sono caratteristiche tendenzialmente costanti del fenomeno che, perciò, valgono a completare il quadro degli elementi rilevanti per un suo primo ed essenziale inquadramento²⁰.

¹⁶ Così, testualmente, l'editoriale *High-tech Meets Low Finance. For All the Money Spent on Technology, Banking Is Not Efficient*, in *The Economist*, 12.3.2016, disponibile sul sito del magazine all'indirizzo <www.economist.com>.

¹⁷ In tema, per una panoramica del fenomeno, dei problemi e degli adeguamenti necessari sul piano dell'architettura e della struttura dell'apparato regolatorio, cfr. C. BRUMMER, D. GORFINE, *FinTech: Building a 21st-Century Regulator's Toolkit* (2014), disponibile all'indirizzo <<http://www.milkeninstitute.org/publications/view/665>>.

¹⁸ Cfr. la documentazione disponibile sul sito della Commissione Europea all'indirizzo <http://ec.europa.eu/finance/general-policy/crowdfunding/index_en.htm#maincontentSec8>.

¹⁹ Cfr., in particolare, EU COMMISSION, *Crowdfunding in the EU – Exploring the Added Value of Potential EU Action*, Brussels, 03 October 2013 (Consultation Document), disponibile sul sito della Commissione Europea all'indirizzo <http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf>.

²⁰ La prassi conosce, infatti, il modello *donation-based* (si raccolgono tra il pubblico donazioni a sostegno di una determinata iniziativa a rilevanza sociale), il modello *reward-based* (si finanzia un progetto ricevendo in cambio un premio o una specifica ricompensa non in denaro), il modello *social lending* (utilizzato per realizzare prestiti tra privati, ricompensati con la corresponsione di interessi). Per approfondimenti, v., ad es., BRADFORD, *Crowdfunding and The Federal Securities Law*, in 1 *Col. Bus. L. Rev.* (2013), 1 ss., spec. 10-29. Nella

Per quanto qui interessa, è all'*equity-based crowdfunding* – vale a dire ad una particolare declinazione del *crowdfunding* che qui ci si riferisce: qualificante è la circostanza che all'apporto (anche in questo caso usualmente esiguo e sempre da parte di una “folla” di investitori) segue l'acquisto di una cointeressenza “proprietaria” nell'impresa – che si fa riferimento²¹. Nella primigenia e più autentica versione, caratteristica indefettibile della conformazione del processo di investimento ricorrente nel caso di *equity-based crowdfunding* è l'operatività di un portale che, facilitando l'incontro dei contrapposti interessi di fornitori ed utilizzatori del capitale di rischio, funge da vero e proprio mercato su cui è possibile “fare affari” senza la assistenza di un intermediario professionale, secondo uno schema di disintermediazione in cui emittente ed investitore entrano in contatto (quasi) immediato e diretto²².

L'avvento dell'*equity-based crowdfunding* segna non solo la emersione di un processo di investimento delle cui peculiarità strutturali non può non tenersi conto sia a livello teorico-speculativo – in vista della concettualizzazione della fisionomia dei processi di allocazione del risparmio che non possono più dirsi rispondenti ad un unico paradigma – sia in sede pratico-applicativa (all'atto dell'enucleazione della relativa *policy* regolatoria e, in ultima

letteratura italiana sul tema, v., per un'introduzione, BOLLETTINARI, *Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme on line nella prassi e nella recente legislazione*, in *Nuovo dir. soc.*, 2013, II, 9 ss. (part. 17 ss.); e, per alcune riflessioni “a caldo” sul tema (ma ancora oggi decisamente attuali), i contributi raccolti in G.D. MOSCO (a cura di), *Gli aspetti giuridici del crowdfunding*, Luiss University Press, Roma, 88.

²¹ Risulta infatti che, allo stato, sia l'unico tipo di *crowdfunding* ad aver formato oggetto di regolamentazione (almeno espressa) a livello domestico.

²² Più accurato sarebbe forse discorrere di “quasi-disintermediazione”: benché significativamente ridimensionato il ruolo dell'impresa di investimento, è comunque ancora pregnante: non più porta di ingresso al mercato dei capitali, ma comunque struttura fondamentale per la finalizzazione della transazione. È però un dato di fatto che il più tradizionale schema “investitore-intermediario-mercato”, valido a descrivere i punti di contatto tra i soggetti coinvolti nei processi di investimento autenticamente “intermediati”, nel caso dell'*equity-based crowdfunding* è evidentemente soppiantato dallo schema “investitore-mercato-intermediario”, che vale ad evocare l'assai suggestiva immagine dell'investitore che, in prima persona interagendo sul mercato con i portatori di interessi economicamente contrapposti al suo, seleziona in autonomia – almeno di solito – il prodotto che lo attrae maggiormente: «[By] giving users independent access to previously private, and often analogous networks», «[m]odern technology decentralizes, and eventually, it disintermediates», così determinando «the middleman's extinction and [his] reincarnation as entirely passive infrastructure»: così RUBINTON, *op. cit.*, 4.

istanza, in occasione dell'elaborazione della relativa disciplina)²³; ma anche l'affioramento di una peculiare situazione endosocietaria.

In effetti, per la prima volta, si assiste allo strano caso di una *start-up* che raccoglie capitali presso il pubblico dei risparmiatori, con conseguente configurazione di uno scenario – quello della *crowdfunding-backed company* – che allo studioso del diritto societario appare al tempo stesso familiare (nella misura in cui rievoca i problemi associati alla dispersione della base azionaria ed ai correlati fenomeni di “apatia razionale” dei soci) e nuovo (nella misura in cui invece, ad aver raccolto i capitali sia stata una società *unseasoned*, e invero priva di ogni *track-record*²⁴).

b) Il (*Formal e Informal*) *Venture Capital*

Il finanziamento dei progetti imprenditoriali ad alto contenuto tecnologico è infatti stato appannaggio esclusivo dei cc.dd. finanziatori dell'innovazione, i *venture capitalists* (ai quali, pur con alcune precisazioni, per quanto qui interessa si ritiene di poter pianamente equiparare i “*business angels*”²⁵)²⁶:

²³ Vi è di più. Al fine di identificare con consapevolezza l'approccio ottimale per la definizione delle regole di governo del processo di investimento cui – come detto – ormai anche nella parlata volgare ci si riferisce con l'espressione *equity-based crowdfunding* è indispensabile tenere presente anche un dato ulteriore, e cioè che la segnalata macroscopica differenza “strutturale” del procedimento di investimento in parola rispetto ai tradizionali procedimenti di allocazione delle risorse finanziaria rappresenta la ragione vera ed unica dell'inettitudine, non integrale e purtuttavia non marginale, delle tradizionali discipline relative a processi di investimento intermediati. Tali sistemi di regole sono infatti state immaginati, concepiti ed elaborati sulla scorta dell'assunto seguente: che in seno al processo di investimento regolato vi sia un soggetto deputato a svolgere la funzione – sua, propria, istituzionale od anche “naturale” se si preferisce – di intermediare tra investitori ed imprese. Il rispetto delle specificità del fenomeno da regolare – nei limiti in cui non siano idonee a generare fallimenti del mercato – è dunque *condicio sine qua non* per pervenire a qualsiasi serio tentativo di regolamentazione dell'*equity-based crowdfunding*.

²⁴ Su tutti questi aspetti, cui qui per ovvie ragioni di spazio è possibile solo accennare, cfr. A.A. SCHWARTZ, *The Digital Shareholder* (2015), in *Minnesota Law Review* 100, 609-685.

²⁵ Benché vi siano profonde differenze – sul piano soggettivo ed operativo – tra *business angels* e *venture capitalists*, la scelta di riferire congiuntamente di queste due categorie di finanziatori risiede nella tendenziale omogeneità che, in punto di sofisticazione, accomuna le due categorie. Il che, pur restando fermo il dato per cui i primi investono nelle singole *portfolio companies* importi di gran lunga inferiori rispetto a quelle a tale finalità normalmente destinate dai *venture capitalists*, è di fondamentale importanza in quanto si riverbera sulla struttura economico-informativa del rapporto con l'impresa finanziata e, quindi, sull'insieme di stimoli in reazione ai quali le parti disegnano il relativo regolamento negoziale.

²⁶ Sono infatti numerose le ricerche che, a livello teorico ed anche empirico, dimostrano

il che è presto spiegato ove si muova dal presupposto della loro sofisticazione, della loro conseguente specializzazione e, pertanto, della loro capacità di selezionare, pur senza potersi ovviamente escludere *a priori* clamorosi errori, le imprese più meritevoli perché più promettenti. Peraltro, il binomio *high-tech start-ups – venture capitalists* si spiega non solo in ragione della capacità dei primi *to unearth diamonds in the stone*, ma anche di assicurare agli imprenditori il mantenimento di opportuni livelli di riservatezza sulle caratteristiche del progetto²⁷, di mantenere il segreto su informazioni che, in definitiva, rappresentano le ragioni del potenziale valore economico del progetto stesso.

Venture capitalist è locuzione di sintesi che richiama uno specifico comparto di una precisa parte dell'industria finanziaria: il *private equity*, ossia un universo nel cui ambito i *venture capitalists* si distinguono nettamente per il fatto di investire esclusivamente in imprese in fase di avvio che – almeno nella stragrande maggioranza dei casi – non hanno ancora realizzato alcun profitto. *Venture capitalists* sono dunque, almeno oggi, fondi di investimento che, differenza degli altri operatori di *private equity* (che investono nel capitale di rischio di imprese già mature, ristrutturandole e dismettendo successivamente l'investimento per conseguire il relativo ritorno), “scommettono” sul valore di un dato progetto imprenditoriale ancora allo stato embrionale e sul talento imprenditoriale dei suoi fondatori, nella lungimirante prospettiva di sfruttare la futura promessa di veloce e notevole sviluppo e, in ul-

l'esistenza di una correlazione positiva tra sviluppo di questo segmento dell'industria finanziaria e innovazione nonché, quindi, tra VC, innovazione e sviluppo economico. Tanto riconoscono anche le istituzioni di Bruxelles: «[b]usiness experience and research confirm – si legge in uno dei documenti che illustrano il progetto di *Capital Market Union – that companies backed by venture capital are more likely to create patents, have high productivity and are competitive. The impact of venture capital investment on productivity growth has also been studied and shows that enterprises backed by venture capital are more competitive than others, feature higher individuality of their products and have better technologies. Overall, economic analysis shows that venture capital investment enhances productivity growth*». Del resto, senza andare a ritroso nel tempo (a menzionare esempi di eccellenza internazionale come Pirelli), basta oggi fare i nomi di Facebook, Airbnb, Ebay, Apple per evocare realtà imprenditoriali che, note a tutti per aver avuto il merito di cambiare il nostro modo di vivere quotidiano, nella loro breve ma gloriosa storia hanno beneficiato del supporto finanziario di un *venture capitalist* – che ha conseguito certamente lauti profitti, ma ha altresì creato le condizioni per una accresciuta occupazione e per l'effetto indotto un più o meno diffuso benessere sociale.

²⁷ Su questi aspetti, su tutti, cfr. S. GILOTTA, *Trasparenza e interesse societario al segreto: quale equilibrio?*, in *AGE*, 2013, n. 1, 225 ss.; nonché, per ogni approfondimento, ID., *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Giuffrè, Milano, 2012, XI-282.

tima analisi, capitalizzare per effetto del disinvestimento buona parte dei risultati di questa crescita²⁸.

Nonostante il *venture capital* svolga un ruolo fondamentale nel supportare la crescita delle *high-tech fast-growing start-ups* e, quindi, nel favorire la crescita economica ed il benessere generale, questo settore dell'industria finanziaria in Europa continua a caratterizzarsi per dimensioni relativamente piccole²⁹. Le cause di questo difetto collegato alla dimensione del fenomeno sono da tempo sotto la lente dei *policy-makers* continentali e di alcuni legi-

²⁸ La struttura del fondo si articola su due livelli: agli investitori nel fondo si contrappongono infatti i suoi gestori. Investitori nel fondo sono fondi pensione, fondi di fondi, imprese di assicurazione, altre istituzioni (talvolta anche pubbliche: es. università), privati cittadini particolarmente facoltosi (c.d. "*high net worth individuals*"). Gestori del fondo sono, invece, soggetti che di solito vantano una particolare formazione specialistica nel campo dell'industria innovativa o di suoi specifici comparti (es. *biotech* o *computer sciences*), maturata in ragione di specifici percorsi educativi altamente qualificanti (es. master universitari o PhD) o in ragione di precedenti esperienze lavorative (es. ex imprenditori o *managers* di società del settore o dell'industria finanziaria) o di investimento (es. *business angels*); e che, proprio in quanto tali, hanno le capacità necessarie per selezionare i progetti più promettenti e così creare le basi per realizzare certi tipi di profitti.

²⁹ Specialmente se comparato al corrispondente mercato statunitense, i "finanziatori dell'innovazione" europei costituiscono un mercato decisamente di "nicchia". Numeri relativi alla grandezza dei rispettivi mercati a parte (quello statunitense è 5 volte più grande di quello europeo), negli Stati Membri gli investimenti in *venture capital* rappresentano (in base ai dati relativi al 2012) una percentuale del prodotto interno lordo al massimo pari allo 0,1%, laddove in Israele e Stati Uniti invece risulta pari, rispettivamente, al 0,17% ed allo 0,4%. Si aggiunga che tale segmento del mercato dei capitali ha anche subito in tutto il mondo una importante contrazione per effetto della crisi finanziaria globale. Nonostante i segnali di lenta ripresa del mercato europeo (+6% tra 2013 e 2014), gli investimenti totali in Europa risultano nel complesso pari a circa la metà di quelli effettuati negli anni antecedenti la crisi finanziaria globale, laddove negli Stati Uniti la magnitudine degli investimenti si attesta ben oltre i livelli pre-crisi già dal 2013. Insieme ad una serie di ulteriori considerazioni, è pertanto comprensibilmente emerso il timore che, in mancanza di politiche di supporto del settore, vi sia uno spazio assai limitato per una futura crescita, che comunque sarebbe destinata a rivelarsi, almeno nel medio termine, assai lenta. Il numero delle società finanziate oggi con *venture capital* si attesta sulle circa 3200 unità – che è però soltanto una minima frazione (i.e., il 12%) del numero di imprese che il *venture capital* complessivamente finanzierebbe su scala continentale se si riuscisse a rimuovere le barriere che ostano alla creazione di un mercato unico dei capitali e conferirgli liquidità analoga a quella del mercato statunitense. La Commissione Europea ha stimato che se si riuscisse a raggiungere tale obiettivo si riuscirebbe a consentire ad un numero di imprese innovative di accedere ad una somma pari ad oltre 60 miliardi di euro: il che, a parità di fabbisogno finanziario unitario, significherebbe – numeri alla mano – supportare lo sviluppo di ulteriori 53.000 nuove *high-tech fast-growing start-ups*.

slatori nazionali che, tuttavia, non sono ad oggi riusciti ad elaborare ricette soddisfacenti per ovviare a questa forma di “nanismo finanziario”³⁰.

³⁰ Da qui l'importanza di individuare le cause di questo sottodimensionamento dell'industria continentale del *venture capital* e l'esigenza di porvi rimedio. Basti menzionare le più importanti (sulla scorta delle indicazioni ricavabili dalla documentazione relativa al progetto di Unione del Mercato dei capitali): *costi della costituzione del fondo* – i costi di *set-up* di tali fondi (e dei fondi di investimento in generale) continuano ad essere significativi, ostacolando l'ingresso di nuovi operatori nel mercato, con conseguenti ricadute negative sul livello della concorrenza e sul numero di progetti finanziati; *limitatezza degli apporti* – sul versante della raccolta, gli investitori che tipicamente contribuiscono alla formazione della provvista tendono, a causa di una varietà di fattori che incidono sulla loro capacità di contribuzione, a fornire un apporto sempre più limitato ai raccoglitori (e successivamente gestori) di fondi di *venture capital*; *impossibilità di raggiungere la soglia critica e, quindi, insufficiente diversificazione degli investimenti* – la dimensione dei fondi operanti in Europa è, inoltre, mediamente più piccola di quella delle omologhe strutture di investimento operanti dall'altro lato dell'Atlantico (ca. 60 milioni di euro v. ca. 120 milioni di euro), con la conseguenza – di cruciale importanza sul piano della redditività degli investimenti – che i singoli operatori non riescono a raggiungere la dimensione critica per operare una efficiente spalmatura del rischio d'investimento complessivo tra varie *portfolio companies* e, pertanto, non beneficiano degli effetti delle economie di scala e di specializzazione, senza dire che sono d'altra parte anche costretti a sopportare un rischio finanziario marginalmente superiore rispetto a quello dei propri omologhi statunitensi; *frammentazione del mercato* – il mercato è inoltre fortemente frammentato, nel senso che la capacità degli operatori di *venture capital* di offrire supporto alle imprese dipende fortemente dalla loro diversa presenza nel contesto dei vari stati, laddove però i gestori di fondi di *venture capital* sono quasi tutti presenti solo in 8 stati: il 90% è infatti concentrato in Regno Unito, Germania, Svezia, Danimarca, Finlandia, Paesi Bassi, Francia e Spagna; *scarsa liquidità dei mercati di capitali e mancanza di “exit channels”* – un ulteriore e assai grave problema che ostacola lo sviluppo del mercato continentale del *venture capital* è la relativamente scarsa liquidità dei mercati dei capitali europei, che rende più difficoltosa quelle *initial public offering* (IPOs) da cui, in alternativa alle c.d. *trade sales* (i.e., la cessione della società ad un partner industriale), dipende in ultima analisi la capitalizzazione degli investimenti effettuati dai *venture capitalist* e la possibilità di offrire agli investitori un ritorno significativo in tempi relativamente brevi; *inadeguatezza dell'azione regolatoria europea* – vi sono poi molteplici problemi di carattere legislativo-regolamentare che non solo impediscono di ampliare l'area geografica di operatività (accentuando il detto problema del sotto-finanziamento), ma anche ostacolano la collaborazione tra imprenditori e investitori di diverse nazionalità (esacerbando l'altro, il già richiamato problema della frammentazione del mercato). Si consideri, per esempio, che i gestori il cui portafoglio supera i 500 milioni di EUR non possono chiedere di istituire e gestire fondi di *venture capital* “europei” (EuVECA) e quindi commercializzare i fondi sull'intero territorio dell'UE in regime di passaporto; *divergenze delle applicabili discipline domestiche* – problemi importanti scaturiscono anche dalle più o meno significative divergenze sul piano delle discipline domestiche in relazione a tutti quegli aspetti che non abbiano formato oggetto di armonizzazione e, sul piano dell'*enforcement*, di tutte le problematiche associate, anche a tacer d'altro,

Il processo di investimento di un fondo – che può caratterizzarsi per una scarsa o massima specializzazione (vi sono fondi che investono in *innovative firms* in generale e fondi che investono solo in imprese operative nel settore *life-sciences*) – si articola in 4 fasi fondamentali: (a) sollecitazione privata di investitori istituzionali ed altre istituzioni, raccolta delle risorse ed organizzazione in (un dato numero di) fondi (c.d. *capital raising*); (2) rigorosissima selezione dei progetti – strettamente *high-tech* e *fast-growing* – finanziabili (c.d. *screening*); (3) previa approfondita due *diligence*, acquisizione di una partecipazione (generalmente di minoranza) in alcune imprese, che beneficeranno anche di alcuni complementari servizi a valore aggiunto (dal *networking* all'assistenza in fase di sviluppo del prodotto e di consulenza in relazione al successivo marketing); (4) disinvestimento in virtù di una offerta pubblica iniziale (avente ad oggetto quantomeno la propria quota) o di cessione ad un partner industriale (spesso dell'intera società).

Lungo il corso di questo processo – di durata compresa tra 3 e 7 anni – la maggior parte delle aziende in cui i *venture capitalists* avevano investito non produrrà i risultati sperati e, pertanto, al fine di evitare i costi correlati alla gestione di una partecipazione in un'impresa "morente", si provvederà alla liquidazione dell'investimento o, al fine di massimizzare i ricavi, dell'intera società. Il successo di (anche soltanto) uno di quei progetti sarà tuttavia sufficiente a garantire un ritorno tale da generare un risultato complessivamente positivo (c.d. *portfolio investment return*), in modo da distribuire i profitti agli investitori e – si spera – procedere ad una nuova fase di raccolta a condizioni contrattuali che, a ritorni sufficientemente soddisfacenti al punto da consolidare la reputazione dei gestori del fondo, risulteranno complessivamente più vantaggiose e perciò in grado di assicurare, al termine di un nuovo ciclo di investimenti, profitti maggiori per i gestori del fondo i quali, di conseguenza, sono incentivati – almeno in linea di principio – a scegliere i progetti più promettenti ed a gestire con massima oculatezza le masse patrimoniali a disposizione.

alla ineliminabile diversità riscontrabile negli Stati Membri a livello di competenze istituzionali, educazione finanziaria, effettività dell'accesso alle corti, competenza dei giudici e, infine, tempi di somministrazione della giustizia; *divergenze dei diritti societari domestici* – sempre a livello regolatorio, ma con riferimento alla disciplina alla *governance* delle società finanziate, un altro ostacolo alla diffusione del *venture capital* in ambito europeo è riscontrabile nelle discipline societarie domestiche che (per certi, significativi aspetti anche a causa del c.d. diritto societario europeo) risultano diverse e troppo rigide e perciò implicano un adattamento delle regole contrattuali alle specificità dei singoli diritti societari.

I cenni alla struttura del processo di investimento lasciano ben intendere quale sia l'obiettivo fondamentale cui i *venture capitalists* guardano sin dall'inizio del processo dell'affare societario: l'*exit*, l'evento in virtù del quale sarà loro possibile capitalizzare l'investimento effettuato, remunerando gli investitori nel fondo e, quindi, sperando di accreditarsi presso di essi per poter, in una successiva tornata di raccolta dei capitali, richiedere apporti maggiori ad un costo minore³¹.

c) Il credito bancario (cenni)

Quanto, infine, al credito bancario, quale tradizionale ed ancora oggi largamente prevalente canale di finanziamento della maggior parte delle imprese, anche non piccole o medie, del nostro paese, vi è davvero ben poco da dire per finalità introduttive: siamo tutti più o meno consapevoli delle prassi di settore e, in particolare, della circostanza che il creditore bancario è un creditore forte che ha portato taluni autori, dall'altro lato dell'Atlantico, a parlare, con suggestiva terminologia di una *lender-based governance*³² di cui i *covenants*, nella loro varietà di contenuti e di funzioni specifiche, rappresentano indubbiamente il pilastro portante.

4. Le iniziative europee e quelle domestiche a sostegno dell'imprenditorialità

a) Il ripensamento del ruolo del diritto societario

Ricorrente e probabilmente anche enfatico, nell'ambito di quasi tutte le iniziative intraprese da Bruxelles per creare le condizioni di benessere esistenti prima della crisi ed inaugurare un altro *new deal*, è il richiamo alle PMI, alla loro importanza ai fini dello sviluppo economico e, quindi, del miglioramento delle generali condizioni di benessere sociale.

E invero proprio le PMI hanno immediatamente rappresentato una delle principali priorità della strategia di crescita decennale dell'UE Horizon

³¹ Su questi aspetti, v. C. ANGELICI, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag-along*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2011, I, 23 ss.; e, nella letteratura internazionale, principalmente R.J. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience* (2003), in *Stanford Law Review* 55, 1067-1103.

³² F. TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance* (2009), in *UCLA Law Review* 57, 523 ss.

2020, al centro del quale si colloca, con una posizione di assoluta preminenza, la Comunicazione della Commissione Europea intitolata “Una politica industriale integrata per l’era della globalizzazione”, in cui sono state enunciate una varietà di azioni a supporto alle PMI.

Pur collocandosi nel solco già tracciato dalle iniziative come lo *Small Business Act*, l’Atto per il mercato unico I e l’Atto per il mercato unico II, che erano tutti finalizzati a migliorare l’accesso ai finanziamenti e a ridurre ulteriormente i costi dell’attività economica in Europa, la lettura della documentazione più recente lascia emergere un dato importante: e cioè che, rispetto al passato, è sensibilmente cambiato il ruolo attribuito dai *policy-makers* al diritto societario: come si è recentemente notato in letteratura, «*[w]hile, in the past, companies legislation was motivated by the desire to prevent abuse, since the end of the 1990s there has been a paradigm shift towards promoting business*»³³, dunque secondo linee programmatiche non dissimili da quelle tratteggiate, tempo fa, dal *Report of the High-Level Group of Company Law Experts* sulla modernizzazione del diritto societario europeo del 2012³⁴.

Sebbene, come accennato, le iniziative intraprese a favore delle PMI siano molteplici ed investano anche il campo del diritto dei mercati finanziari, la segnalata tendenza ad utilizzare positivamente il diritto societario emerge soprattutto – oltre che dalla constatata convergenza delle innovazioni legislative di recente introdotte in molti Stati Membri (su tutti, Belgio, Italia, Francia, Norvegia, Spagna) per facilitare l’incorporazione delle imprese, specialmente organizzate intorno a progetti imprenditoriali ad alto potenziale tecnologico³⁵ – dall’iniziativa concernente la creazione della *Societas Unius Personae*.

³³ Cfr., M. NEVILLE, K.E. SØRENSEN, *Promoting Entrepreneurship – The New Company Law Agenda* (2014), in *European Business Organization Law Review* 15, 545-584, spec. 545. Il tema non è affatto nuovo: per una introduzione ai termini del problema del rapporto tra “*small businesses*” e diritto societario (britannico pre Companies Act 2005) v., per es., P. Davies, *Introduction to Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2002 (1st ed.), XIX-312, 282-297, ove anche ulteriori indicazioni di bibliografia.

³⁴ Ove infatti si leggeva, ad esempio, che «*[c]ompany law should provide a flexible framework for competitive business. Using company law for other regulatory purposes may lead to an undesirable tightening of rules. Responses to the consultation confirmed that the development and use of efficient company law structures should not be hindered by anti-abuse provisions*» (p. 7).

³⁵ Cfr., M. NEVILLE, K.E. SØRENSEN, *Promoting Entrepreneurship*, cit., spec. 546-547.

b) La *Societas Unius Personae*

È infatti proprio al fine di consentire alle piccole e medie imprese di svolgere un più attivo ruolo nel contesto del mercato unico attraverso un veicolo societario che la Commissione ha ritenuto di introdurre una forma organizzativa facilmente gestibile e soprattutto regolata da un nucleo di norme «identiche o quantomeno simili» in tutti gli Stati Membri.

Come è noto, la constatazione dalla quale la Commissione prende le mosse è che «[l]e imprese trovano costoso e difficile operare a livello transfrontaliero e solo poche PMI investono all'estero», anche a causa della «eterogeneità delle legislazioni nazionali ed in particolare del diritto societario, oltre che alla mancanza di fiducia verso le società estere da parte dei clienti e partner commerciali»; e che, proprio per ovviare a tale mancanza di fiducia, le imprese sono costrette a stabilire società controllate in altri Stati membri, sì da combinare i vantaggi correlati all'utilizzo del noto marchio riferibile alla società controllante e la reputazione tipicamente associabile alla natura indigena del veicolo societario tramite cui operano sul mercato locale, laddove però tale strategia comporta i significativi costi legati alla necessità di costituire e gestire una società ad hoc in ogni Stato Membro in cui l'impresa intende operare³⁶.

Da qui, fallito il progetto del 2008 [consistente, come noto, nella proposta di regolamento relativa allo statuto della Società privata europea (SPE)]³⁷, l'iniziativa relativa ad una direttiva concernente la *Societas Unius Personae*

³⁶ Occorrerà infatti una consulenza legale specializzata e spesso sarà necessaria anche l'assistenza di un notaio o di figura equivalente, oltre ad una varietà di costi ulteriori variabili da caso a caso. Nel tempo, poi, occorrerà anche garantire che la società sia organizzata ed operi conformemente al diritto (innanzitutto societario) nazionale di volta in volta applicabile. Di fatto, l'organizzazione in gruppo "a raggiera" tipica delle PMI operanti in diversi stati dell'Unione Europea fa sì che tali imprese debbano sopportare gli ingenti costi derivanti dalla diversità del diritto societario vigente in diverse giurisdizioni.

³⁷ Con cui la Commissione si era proposta di affrontare il problema di questi costi. Al riguardo si era ipotizzato di introdurre un veicolo societario sovranazionale che avrebbe consentito alle PMI di facilitare la loro attività transfrontaliera, perché assoggettato ad un 28.esimo regime che oltre ad essere, in quanto tale, unitario sul territorio dell'unione, avrebbe anche dovuto essere «semplice e flessibile». Il progetto rispondeva alle richieste di un grande numero di imprese che da tempo avevano caldeggiato la creazione di una forma di società a responsabilità limitata potenzialmente in grado di operare su scala europea – senza limiti geografici di sorta. Tuttavia, nonostante il forte sostegno dalla comunità imprenditoriale non fu possibile trovare un compromesso tra gli Stati membri che consentisse l'adozione unanime dello statuto della SPE e, di conseguenza, il progetto fu abbandonato.