

Venture capital, preferenze di liquidazione e conflitti tra soci

Venture capital, liquidation preferences and conflicts among shareholders

Marco Maugeri*

ABSTRACT:

Il contributo, dopo una panoramica delle tipologie di clausole attributive di *liquidation preferences* più diffuse nella prassi del *venture capital* ed esaminati gli obiettivi negoziali di queste, si sofferma sui conflitti fra soci “ordinari” e soci “finanziatori” che tali clausole determinano. In particolare, sul versante dei conflitti generati dalla diversa distribuzione dei diritti patrimoniali fra soci, l’Autore evidenzia gli argomenti che potrebbero portare a superare le obiezioni mosse alla compatibilità di tali clausole con la causa lucrativa e con il divieto di patto leonino. L’Autore propone invece l’utilizzo di un criterio “concorsuale” (basato, cioè, sul raffronto fra il valore di funzionamento dell’impresa e il valore di liquidazione) per la soluzione dei conflitti che si manifestano ogniqualvolta si tratti di decidere se attuare una operazione idonea a integrare un evento di liquidità oppure proseguire nell’esercizio dell’impresa su base *stand-alone*.

The article, after an overview of the types of liquidation preferences clauses most popular in venture capital practice and examining the business purposes of these clauses, dwells on the conflicts between “ordinary” and “financing” shareholders that such clauses give rise to. In particular, with respect to the conflicts arising from the different distribution of property rights among shareholders, the Author highlights those arguments that could lead to overcome the objections raised to the compliance of such clauses with the lucrative cause and the prohibition of leonine stipulation (divieto di patto leonino). The Author then suggests the use of a “bankruptcy” principle (i.e., one based on a comparison between the firm’s going-concern value and the liquidation value), for settling the conflicts that arise whenever a decision is to be made as to whether to implement a transaction which incorporates a liquidity event or to continue operating the firm on a stand-alone basis.

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università Europea di Roma; e-mail: marco.maugeri@unier.it. Lo scritto riproduce il testo della relazione svolta al Seminario su *Il finanziamento tramite Venture Capital. In occasione dei venti anni della Riforma del diritto societario*, tenutosi presso l’Università La Sapienza il 1° dicembre 2023.

SOMMARIO:

1. *Liquidation preferences*: la terminologia. – 2. *Segue*: la tipologia. – 3. *Segue*: gli obiettivi. – 4. *Segue*: la specificità «funzionale». – 5. *Segue*: la specificità «organizzativa». – 6. Verso una nuova figura di conflitto tra soci?

1. *Liquidation preferences: la terminologia*

Un aspetto centrale dell'investimento dei fondi di *venture capital* in società di recente costituzione è rappresentato dalle c.d. “*liquidation preferences*” (o “preferenze di liquidazione”), vale a dire clausole che attribuiscono al fondo il diritto ad esser preferito in sede di distribuzione della liquidità derivante dal perfezionamento di determinate operazioni (c.d. «eventi di liquidità» o «eventi di riparto»). L'utilizzo del termine “*liquidation preferences*” va peraltro precisato sotto un duplice profilo. In primo luogo, il riferimento al concetto di «liquidazione» deve essere inteso in senso a-tecnico, ossia non solo come diritto che sorge in occasione di una operazione di disinvestimento collettivo a seguito dello scioglimento della società¹, ma, più ampiamente, come vicenda che dà luogo a una monetizzazione integrale o parziale dell'attivo della società² (c.d. “*asset deal*”) o a una monetizzazione integrale o parziale dell'investimento del fondo di VC (c.d. “*share deal*”) ³.

¹ Un «diritto» del socio alla quota di liquidazione sorge solo qualora emerga un valore residuo ad esito del pagamento di tutti i creditori sociali e del rimborso dei conferimenti. Non vi è dubbio, tuttavia, che il diritto «a una parte proporzionale del patrimonio netto risultante dalla liquidazione» rientri tra le «posizioni caratterizzanti in astratto la comunione di interessi di tipo societario» anche nella s.p.a. (e v. G. FERRI, *Le società*³, nel *Trattato Vassalli*, X, 3, Torino, Utet, 1987, 566 s.).

² È l'ipotesi della cessione dell'intera azienda o di un ramo significativo della stessa con conseguente distribuzione ai soci delle disponibilità liquide ricavate dalla alienazione.

³ È l'ipotesi del trasferimento a terzi del pacchetto azionario rappresentativo dell'intero capitale sociale o dell'ammissione a quotazione delle azioni in sede di IPO. Quella del trasferimento congiunto a terzi dell'intera partecipazione attraverso la previsione di clausole di trascinarsi appare emergere come la soluzione più coltivata nella prassi domestica del *venture capital* (G.D. MOSCO, C.A. NIGRO, *I doveri fiduciari alla prova del capitalismo finanziario*, in *AGE*, 2021, 257, 272 s.). Nell'esperienza statunitense – che costituisce un punto di riferimento a livello internazionale – la nozione di «eventi di liquidità» include, per contro, normalmente anche la fusione in quanto operazione suscettibile di dare luogo a una monetizzazione delle azioni o quote detenute dai soci della società incorporanda (c.d. “*cash merger*”). Pertanto la *cash merger*, pur determinando l'effetto tipico della fusione nella prospettiva delle società partecipanti (vale a dire, l'estinzione della incorporata e la successione a titolo universale dell'incorporante nei rapporti attivi e passivi facenti capo alla prima), è equiparabile, nella prospettiva degli azionisti della incorporanda, a una vendita dell'intera azienda (e v. già R.C. CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto, Little-Brown and Company, 1986, 435: «the cash merger is clearly a sale»). Più dubbio è se questo stesso esito (fusione come evento di liquidità) sia prefigurabile nell'ordinamento italiano. La disciplina domestica della fusione contem-

In secondo luogo, l'esito dell'attribuzione al socio *venture capitalist* di una posizione preferenziale può essere raggiunto sia riconoscendogli, appunto, una preferenza "positiva", e cioè un privilegio patrimoniale nelle forme peculiari di cui si dirà fra breve, sia assegnando al socio fondatore/imprenditore partecipazioni connotate da una preferenza "negativa". È questo il caso delle c.d. "*growth shares*" le quali attribuiscono al possessore il diritto di partecipare alla distribuzione di utili e altri proventi sociali solo a partire dal momento in cui, e sempre che, il valore dell'impresa sia superiore a quello che essa aveva al momento dell'ingresso del fondo di *venture capital* nella compagine sociale. Si tratta, in sintesi, di un fascio di regole di subordinazione che operano con riguardo alla distribuzione degli utili, dell'avanzo di liquidazione e dei ricavi derivanti dalla alienazione a terzi del controllo della società⁴. Scopo di questa peculiare configurazione contrattuale è quello di allineare gli incentivi del *top management* alla posizione di interesse del socio finanziatore, secondo un meccanismo analogo ai sistemi di compensi degli amministratori esecutivi che subordinano la corresponsione della componente variabile della remunerazione al raggiungimento di determinati obiettivi finanziari, economici e reddituali.

2. Segue: la tipologia.

Nella prassi negoziale delle operazioni di *venture capital* le clausole recanti preferenze di liquidazione per il fondo possono essere raggruppate, con una forte (ma necessaria) dose di semplificazione, in due tipologie principali: le c.d. "*non-participating liquidation preferences*" e le c.d. "*participating liquidations prefer-*

pla, quale ipotesi di distribuzione "monetaria" ai soci dell'incorporanda, solo il «conguaglio in denaro» di cui all'art. 2501-ter, primo comma, n. 3), c.c., per finalità ben definite (gestire il problema dei resti che si formano a seguito della determinazione del concambio) ed entro il limite quantitativo identificato dal secondo comma dell'art. 2501-ter c.c. (= dieci per cento del valore nominale delle azioni o quote assegnate in concambio). Tuttavia, questo limite può essere superato nell'ipotesi di fusione transfrontaliera qualora «la legge applicabile ad almeno una delle società partecipanti alla fusione o la legge applicabile alla società risultante dalla fusione consenta il conguaglio in denaro in misura superiore» alla predetta soglia del dieci per cento (così il terzo comma dell'art. 19 del d.lgs. 2 marzo 2023, n. 19, recante attuazione della direttiva UE 2019/2121 in materia di trasformazioni, fusioni e scissioni transfrontaliere). Tale previsione, sulla scia di quanto già riconosciuto dall'art. 116 della direttiva consolidata (UE) 2017/1132, aprirebbe alla possibilità di una monetizzazione, anche integrale, della partecipazione purché siano i soci a farne richiesta. Questo profilo "volontaristico" distinguerebbe la fusione transfrontaliera europea dalla *cash merger*, la quale permette invece all'incorporante di disinteressare in modo "forzoso" gli azionisti di minoranza della *target* attribuendo loro contanti anziché azioni: v. A. VICARI, *Conguagli, pagamenti e indennizzi ai soci nella fusione transfrontaliera ai sensi del d.lgs. 19/2023*, in *Riv. soc.*, 2023, 682, 693 s.

⁴ Cfr. T. KUNTZ, J. ENGELHARDT, *Negative Liquidationspräferenzen oder: Weniger ist mehr*, in *ZGR*, 2021, 348, 365 s. e 389.

ences”⁵. Nel primo caso (“*non-participating liquidation preferences*”) il privilegio patrimoniale del fondo si traduce nel diritto di ricevere, al verificarsi di un evento di liquidazione e in via preferenziale rispetto al socio fondatore (o, più in generale, rispetto agli altri soci non egualmente privilegiati), il *maggiore valore* tra l’importo originariamente investito (eventualmente aumentato di un multiplo o di un rendimento minimo, definito “*hurdle rate*” e il più delle volte compreso tra il 5% e il 12% dell’ammontare dell’investimento iniziale) e quanto il socio privilegiato riceverebbe nel caso di una distribuzione dei proventi proporzionale alla quota di partecipazione al capitale sociale detenuta dal fondo (c.d. “distribuzione *pari passu*”).

Una variante di tale conformazione consiste nel costruire il privilegio patrimoniale come diritto di ricevere un importo predefinito (sempre al verificarsi di eventi di riparto) ma con la facoltà del fondo di convertire la partecipazione privilegiata in una partecipazione “ordinaria”; una opzione, questa, che verrà esercitata dal fondo ogniqualvolta il ritorno sull’investimento conseguibile partecipando pro-quota (cioè in misura proporzionale e quindi subendo il concorso degli altri soci) al plusvalore generato dall’operazione alla base dell’evento di riparto sia superiore all’ammontare del proprio investimento originario (eventualmente aumentato di un multiplo)⁶.

È possibile però anche che il socio fondatore si protegga pretendendo una conversione «automatica» della quota privilegiata del fondo in una quota ordinaria al conseguimento di determinati obiettivi reddituali, al fine di prevenire comportamenti opportunistici del fondo⁷.

Nell’ipotesi di «*participating liquidations preferences*», per contro, il *venture capitalist* ha non solo il diritto di ricevere in via preferenziale l’intero importo investito (aumentato eventualmente di un multiplo o dell’*hurdle rate*) ma anche quello di concorrere pro-quota e *pari passu* con i soci ordinari al ricavo monetario dell’evento di liquidazione⁸. In altri termini, la liquidità derivante dall’evento viene destinata anzitutto al rimborso dell’investimento iniziale in favore del fon-

⁵ Per un esame delle clausole più ricorrenti nella prassi statutaria italiana, anche con riguardo alla definizione di «evento di liquidità» v. l’accurata indagine di A. CAPIZZI, P. AGSTNER, P. GIUDICI, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in *AGE*, 2021, 227, 244 ss.

⁶ V. sul punto P. GIUDICI, P. AGSTNER, A. CAPIZZI, *The Corporate Design of Investments in Startups: A European Experience*, in *European Business Organization Law review*, 2022, 787, 801, i quali osservano come il ricorso alla previsione di un diritto di conversione a favore del VC sia frequente nella prassi statunitense ove prevalgono preferenze liquidatorie non partecipative, mentre sia assai meno diffuso nella prassi italiana, che registra un ampio utilizzo di categorie di azioni munite di privilegi funzionalmente equivalenti alla convertibilità.

⁷ A. ZANONI, *Venture Capital e diritto azionario. Esperienza statunitense e prospettive in Italia*, Padova, Cedam, 2010, 76 s.

⁸ J.M. FRIED, M. GANOR, *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, in 81 *N.Y.U. L. Rev.* 967 (2006), 982, testo e nt. 36.

do, incrementato nella misura convenuta dalle parti, mentre l'eccedenza viene ripartita tra tutti i soci, ivi incluso il *venture capitalist*. Anche questa configurazione richiede un bilanciamento di interessi e una protezione del socio imprenditore che si cautererà il più delle volte mediante la previsione di un limite quantitativo massimo ai proventi distribuibili al fondo⁹.

3. Segue: gli obiettivi.

Obiettivo negoziale delle *liquidation preferences* è quello di minimizzare i «costi di agenzia» del socio finanziatore, dipendenti sia dall'asimmetria informativa che affligge la decisione di investimento del *venture capitalist* (asimmetria particolarmente accentuata nel caso di start-up i cui redditi futuri sono di solito assai difficili da stimare prospetticamente in modo affidabile), sia dal rischio che, una volta effettuato l'investimento, il socio fondatore assuma comportamenti opportunistici finalizzati a estrarre benefici privati in danno del patrimonio sociale e quindi del valore della partecipazione detenuta dal *venture capitalist*¹⁰.

Il privilegio da "liquidazione" contribuisce a ridurre entrambe le tipologie di costi. Da un lato, esso offre una risposta al tradizionale problema della «selezione avversa» generato, appunto, dall'asimmetria informativa tra il "produttore" (nel caso in esame: il socio fondatore) e il "consumatore" (il fondo di *venture capital*) di un determinato bene (il valore della partecipazione sociale) in quanto consente al fondatore di segnalare al mercato "privato" dei capitali la serietà dell'iniziativa e il proprio convincimento che il valore della società sia superiore a quello delle preferenze di liquidazione accordate al VC¹¹. Emerge, sotto questo profilo, una marcata analogia con altre regole del diritto societario la cui osservanza, comportando un costo per gli *insiders* (soci di controllo e amministratori), è idonea a svolgere una *funzione segnaletica* nei confronti degli *outsiders*, i quali saranno indotti a finanziare il progetto imprenditoriale dei fondatori in misura tanto maggiore quanto più intenso è il vincolo che gli *insiders* si auto-impongono attraverso quelle regole¹². Dall'altro lato, l'introduzione di clausole aventi a og-

⁹ A. ZANONI, (nt. 7), 75.

¹⁰ R.J. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, in 55 *Stan. L. Rev.* 1067 (2003), 1076 ss. il quale sottolinea come tutti i contratti di investimento aspirino a risolvere essenzialmente tre problemi (incertezza, asimmetria informativa, opportunismo), ma come tali problemi si pongano in una forma particolarmente acuta nel caso del *venture capital* in ragione del fatto che l'investimento viene normalmente effettuato nella fase iniziale di vita di una start-up tecnologica.

¹¹ J.M. FRIED, M. GANOR, (nt. 8), 983.

¹² Si pensi, così, all'istituto del capitale nominale e alla sua funzione di vincolare la distribuzione di altrettante aliquote di valori dell'attivo; si pensi, ancora, alla adozione dei principi contabili inter-

getto *liquidation preferences* favorisce l'allineamento di interessi tra *venture capitalist* e fondatore in quanto contribuisce a mitigare il rischio di comportamenti strategici da parte del socio di controllo; quest'ultimo, infatti, sarà incentivato a massimizzare il valore dell'impresa al fine di assicurarsi la possibilità di un ritorno sull'investimento dopo aver soddisfatto il privilegio da liquidazione spettante al socio VC.

4. Segue: la specificità «funzionale».

Al pari di ogni clausola che alloca diritti “proprietary” tra i soci, anche quella concernente le *liquidation preferences* determina un potenziale conflitto di interessi tra il socio beneficiario del privilegio e il socio “ordinario”. Se valutato nella cornice teorica dei rapporti di agenzia¹³, questo conflitto presenta, peraltro, alcune caratteristiche che ne rivelano la specificità. In primo luogo, si può osservare che la previsione di *liquidation preferences* aggiunge alla dimensione tradizionale del conflitto tra soci – indotto, sia in una società «chiusa» sia in una società «aperta»¹⁴, dalla differente allocazione dei diritti amministrativi – una nuova dimensio-

nazionali IAS/IFRS, la quale permette di ridurre l'asimmetria esistente tra amministratori e investitori, consentendo ai primi di segnalare più agevolmente ai secondi la qualità dell'impresa senza necessità di ricorrere alla leva dei dividendi. Su entrambi questi profili v. quanto si osservava in M. MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 1 ss. e, rispettivamente, in *Bilancio, principi IAS/IFRS e limiti alla distribuzione dell'attivo*, in *Il diritto societario europeo: quo vadis?*, a cura di P. MONTALENTI, M. NOTARI, Milano, Giuffrè, 2023, 93, 98 s.

¹³ I conflitti “tradizionali” per il diritto societario, ove ricostruiti nella logica dei costi di agenzia, sono rintracciabili, come ben noto, nel contesto dei rapporti tra maggioranza e minoranza, tra soci e amministratori e tra soci e *stakeholders* esterni (principalmente creditori sociali e dipendenti). In questa prospettiva, il diritto societario può essere pensato come un insieme di regole volte a prevenire comportamenti opportunistici dei titolari del potere decisionale (assembleare o gestorio) e a ridurre quindi il più possibile i costi di agenzia derivanti da tali conflitti: v. H. WIEDEMANN, *Auf der Suche nach den Strukturen der Aktiengesellschaft: The Anatomy of Corporate Law*, in *ZGR*, 2006, 240, 242.

¹⁴ Il confronto tra società VC-backed e società aperte, e segnatamente quotate, può risultare meno sorprendente di quanto sembri a prima vista se si considera che le *liquidation preferences* evocano, per molti versi, il privilegio patrimoniale accordato alle azioni di risparmio (almeno nella configurazione loro impressa dalla disciplina originaria della legge 216 del 1974, recepita anche dopo l'entrata in vigore dell'art. 145 t.u.f. dalla larga maggioranza degli statuti di società quotate emittenti questa particolare categoria di azioni, in termini di privilegio da corrispondere in sede di liquidazione e di diritto al cumulo dei dividendi). Come è noto, una delle principali debolezze ascritte alle azioni di risparmio risiede proprio nella mancanza del diritto di voto e nella conseguente esposizione al rischio di espropriazione di valore da parte dei soci ordinari. Anche al di là della figura delle azioni di risparmio la rilevanza del potenziale conflitto tra soci indotto dalla diversa assegnazione dei diritti amministrativi è evidenziata dal dibattito odierno sulle strutture di voto multiplo (azioni a voto plurimo, voto maggiorato, *dual-class shares*) il cui esito consiste proprio nell'ampliare il “cu-

ne derivante, questa volta, dalla diversa distribuzione dei diritti patrimoniali. Si tratta di un conflitto la cui rilevanza giuridica si percepisce, di solito, quando si è di fronte a un problema di determinazione del valore delle singole partecipazioni¹⁵; nel contesto delle società finanziate da fondi di VC, tuttavia, quel conflitto si proietta oltre il momento statico della valutazione economica per influenzare dinamicamente le scelte inerenti alla gestione dell'impresa.

La specificità del conflitto tra socio VC e socio imprenditore si coglie, in secondo luogo, sul piano della collocazione sistematica del problema sollevato dalla previsione di una *liquidation preference*. Nel dibattito interno, i limiti alla legittimità di privilegi patrimoniali in favore del VC sono tradizionalmente inquadrati in una prospettiva «funzionale» e cioè in termini di coerenza con principi fondanti del diritto societario quali la causa lucrativa e il divieto di patto leonino.

Questo modo di impostare il problema si giustifica, effettivamente, soprattutto nel caso delle “*participating liquidation preferences*” le quali, come ricordato in precedenza, attribuiscono al VC non solo il diritto di recuperare un importo fisso pari all'investimento inizialmente effettuato ma garantiscono in via aggiuntiva anche un ammontare variabile in ragione della consistenza del profitto realizzato a seguito del verificarsi di un evento di liquidità. Tuttavia, non mancano indicazioni che potrebbero attenuare la rilevanza di una tale prospettiva.

La prima considerazione da svolgere al riguardo è che sussiste una indubbia esigenza della prassi a preferire soluzioni interpretative favorevoli al riconoscimento di ampi spazi all'autonomia negoziale¹⁶. Dopo tutto, il mercato “privato” del VC costituisce un'alternativa al mercato “pubblico” del capitale di rischio¹⁷: se appare ragionevole una scelta legislativa che rafforzi i diritti «amministrativi» del socio fondatore di una start-up per incentivarne l'accesso al mercato regolamentato¹⁸, altrettanto ragionevoli risultano soluzioni interpretative che consolidi-

neo” tra potere e responsabilità in favore dei soci muniti di voto potenziato. Cfr., anche per una analisi comparatistica, J.E. FISCH, S.D. SOLOMON, *Dual Class Stock* (October 2023), ECGI – Law Working Paper No. 715/2023, reperibile al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4436331#, specie 8 ss.; S. KALSS, *Das Kommen, Gehen und Wiederkommen des Mehrstimmrechts*, in *ZHR* 187 (2023), 438 ss.

¹⁵ Si pensi alla individuazione del concambio in presenza di più categorie di azioni o del valore di rimborso di una categoria speciale di azioni nel caso in cui il socio abbia esercitato il diritto di recesso (e v., su questi aspetti, M. MAUGERI, *Rapporto di cambio e categorie di azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, I, 72 ss.).

¹⁶ G.D. MOSCO, C.A. NIGRO, (nt. 3), 258.

¹⁷ W.A. SAHLMAN, *The structure and governance of venture-capital organizations*, in *27 J. Fin. Econ.* 473 (1990), 474.

¹⁸ È questo l'approccio ravvisabile, come noto, sia a livello europeo sia a livello domestico per accrescere la competitività del mercato azionario: si pensi, sotto il primo profilo, alla Proposta di direttiva del 7 dicembre 2022, n. COM(2022) 761 «sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un mercato di crescita per le PMI» (inclusa nel c.d. “Listing Act”) e, sotto il secondo profilo, all'introduzione delle

no la legittimità di clausole statutarie volte a potenziare i diritti «patrimoniali» del VC al fine di incentivarne l'investimento in una start-up. In altri termini, in una dimensione di politica del diritto, l'onere di giustificazione dovrebbe gravare su chi intende opporre il divieto di patto leonino o la causa societaria come vincoli inderogabili alla previsione di *liquidation preferences* rispetto a una posizione argomentativa che preferisca affidare invece alla libera negoziazione tra privati il compito di disciplinare eventuali conflitti di interessi¹⁹.

Inoltre, su un piano più propriamente tecnico, si può osservare che il diritto di partecipazione del VC alla distribuzione del plusvalore nasce solo al verificarsi di un evento di liquidità; il diritto di preferenza non sorge, in altri termini, automaticamente (ad es., al decorso di un certo lasso di tempo) né può assimilarsi a una situazione giuridica potestativa analoga alle opzioni put a prezzo predeterminato che hanno formato oggetto di scrutinio in giurisprudenza in ordine al potenziale contrasto con l'art. 2265 c.c.²⁰. La realizzazione dell'interesse patrimoniale del socio VC non dipende, infatti, da una sua iniziativa discrezionale (come nel caso dell'esercizio dell'opzione put), bensì assume come antecedente il compimento di una «operazione» secondo le regole di competenza proprie del diritto societario. D'altro canto, al momento dell'ingresso del fondo di VC nel capitale sociale della start-up non vi è alcuna garanzia in ordine all'importo conseguibile dal fondo all'esito di un evento di liquidità futuro e incerto: questo rende difficile ravvisare nella preferenza di liquidità una ipotesi di esclu-

azioni a voto plurimo nel nostro ordinamento con il d.lgs. n. 91 del 2014, che ha modificato il quarto comma dell'art. 2351 c.c., consentendo la previsione di azioni provviste di un massimo di tre voti ciascuna, e all'innalzamento di tale numero sino a dieci voti per azione a seguito dell'intervento sul quarto comma dell'art. 2351 c.c. attuato dall'art. 13 della legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. «legge capitali»).

¹⁹ E v., sottolineando giustamente come il divieto di patto leonino aumenti «senza alcun beneficio, i costi di transazione delle parti», M.S. SPOLIDORO, *Un'introduzione non frettolosa alla società leonina*, al § 4 del dattiloscritto destinato alla pubblicazione in questa *Rivista* e che si è potuto consultare per la cortesia dell'Autore. Con riferimento alle clausole negoziali di allocazione differenziata del rischio di impresa tra socio finanziatore e socio imprenditore v. P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in questa *Rivista*, 2020, 353, 429 ss.

Al vertice, la sintesi, difficilmente superabile per chiarezza, del problema sotteso anche al dibattito sulla legittimità delle preferenze di liquidazione si rinviene in F. D'ALESSANDRO, «*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata*». *Overvo: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 34, 38 («È bene che le parti siano lasciate libere di perseguire contrattualmente le loro reciproche convenienze, perché di queste nessuno può pretendere di essere miglior giudice dei diretti interessati. Questa libertà trova però un limite quando l'attività delle parti genera eternalità, ossia quando la convenienza dei contraenti è ottenuta a spese di altri soggetti»).

²⁰ Come noto, si registrano in giurisprudenza due orientamenti diversi: l'uno, più permissivo, che fa capo ai giudici di legittimità (cfr., da ultimo, Cass. civ., sez. I, 25 marzo 2024, n. 7934; Cass. civ., sez. I, 7 ottobre 2021, n. 27227; cui aderisce Trib. Genova, 22 giugno 2023, n. 1538); l'altro, più restrittivo, che fa capo alla giurisprudenza milanese (v. App. Milano, 13 febbraio 2020; Trib. Milano, 30 dicembre 2011).

sione del socio investitore da «ogni» partecipazione agli utili o alle perdite della start-up²¹.

Neppure è chiaro quale sia il comportamento pratico deviante dai principi di una «equilibrata» gestione societaria che l'applicazione del divieto di patto leonino dovrebbe prevenire²². Per un verso, si sostiene infatti che le *liquidation preferences* enfatizzerebbero l'interesse del socio VC a una gestione eccessivamente prudente dell'impresa orientando le sue aspettative verso strategie a basso rischio (e quindi a basso rendimento) o la ricerca di eventi di liquidità anche quando il valore di funzionamento dell'impresa (ossia il valore ricavabile continuandone l'esercizio) sia superiore al suo valore di liquidazione (ossia il valore ricavabile da una cessione del controllo a terzi o da uno scioglimento della società)²³. Per altro verso, questo assunto è contestato da chi sottolinea l'effetto – esattamente opposto – che tali clausole sono suscettibili di produrre sull'assetto di incentivi del socio imprenditore, il quale sarebbe indotto a perseguire strategie di gestione a più alto rischio, atteso che la previsione di una *liquidation preference* finisce con l'accollargli il costo del cattivo andamento dell'impresa²⁴.

5. Segue: la specificità «organizzativa».

Un diverso modo di impostare il problema dell'inquadramento giuridico delle *liquidation preferences* consiste nell'adottare una prospettiva non più funzionale

²¹ E v. infatti P. GIUDICI, P. AGSTNER, A. CAPIZZI, (nt. 6), 809. Per una valutazione più restrittiva v. invece C.A. NIGRO, L. ENRIQUES, *Venture Capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in *AGE*, 2021, 172 ss.

²² È, infatti, assunto pacifico in giurisprudenza (e v. Cass civ., sez. I, 4 luglio 2018, n. 17498, § III.2) che l'art. 2265 c.c. intenda proteggere «il generale interesse alla corretta amministrazione delle società», da intendersi tanto come esigenza di evitare che il socio si disinteressi delle sorti dell'impresa (perché escluso da ogni partecipazione agli utili), quanto come esigenza di evitare che il socio sia incline a compiere (o a nominare amministratori che compiano) operazioni avventate (nel caso di esclusione da ogni perdita).

²³ J.M. FRIED, M. GANOR, (nt. 8), 995.

²⁴ Cfr. B.J. BROUGHMAN, M.T. WANSLEY, *Risk-seeking Governance*, in 76 *Vand. L. Rev.* 1299 (2023), 1305, i quali, dopo aver paragonato la *liquidation preference* a una «stock option» che remunererà il socio imprenditore, il quale coltiva strategie rischiose, propongono di spiegare la natura degli accordi contrattuali tra VC e fondatore sostituendo al modello del monitoraggio (c.d. “*monitoring model*”), secondo cui il VC ha interesse essenzialmente a “vigilare” sulle scelte gestorie del fondatore, un modello di «sopportazione del rischio» (c.d. “*risk-bearing model*”), secondo cui il socio VC ha interesse a incoraggiare il fondatore ad assumere rischi, essendo in grado di mitigarne l'impatto mediante lo strumento della diversificazione (sulla rilevanza di questo aspetto v. oltre nel testo). Cfr. anche W.A. SAHLMAN, (nt. 17), 510 s. (notando che il privilegio da liquidazione garantisce al VC un ritorno finanziario sull'investimento più che proporzionale soprattutto quando il valore di liquidazione dell'impresa è esiguo).

ma «organizzativa», guardando cioè alla posizione fiduciaria degli amministratori come soggetti obbligati a massimizzare il valore del patrimonio sociale nell'interesse comune dei soci. Questo filone di pensiero è diffuso negli Stati Uniti, anche grazie a un consolidato orientamento giurisprudenziale che tende ad assimilare la posizione del fondo di VC a quella di un quasi-creditore della società²⁵ e a ricostruire i doveri fiduciari degli amministratori come rivolti soltanto ai possessori di azioni ordinarie, cioè della classe di soggetti che ha espresso la maggioranza consiliare (c.d. «contingent-control approach»)²⁶. In un sistema come quello domestico (e, più in generale, nei principali ordinamenti dell'Europa continentale) gli amministratori sono invece chiamati a massimizzare il *valore aggregato* delle azioni (ordinarie e privilegiate), indipendentemente dalla “provenienza” della nomina; essi sono tenuti, dunque, a ponderare i diversi interessi dei soci ordinari e dei soci privilegiati e a resistere sia a comportamenti opportunistici del socio fondatore sia a comportamenti opportunistici del socio VC²⁷.

Ciò non esclude tuttavia (ma, al contrario, enfatizza) la necessità di individuare un criterio di soluzione del «conflitto» che si manifesta tra l'interesse dei soci ordinari e l'interesse dei fondi di VC ogniqualvolta si tratti di decidere se attuare una operazione (di competenza assembleare o consiliare) idonea a integrare un evento di liquidità (realizzando così l'interesse del socio investitore) oppure proseguire nell'esercizio dell'impresa su base *stand-alone* (realizzando così l'interesse del socio imprenditore).

La difficoltà di rintracciare un criterio affidabile al riguardo è accentuata dalla peculiare posizione nella quale si trova il fondo di VC, il cui interesse non si orienta alla massimizzazione del valore della singola partecipazione bensì al disinvestimento entro un orizzonte temporale definito per reinvestire il ricavato in altre imprese che presentino prospettive reddituali più favorevoli. In altri termini, il socio VC avrà *sistematicamente* interesse a uscire dalla compagine sociale (o comunque a fruire della distribuzione “liquidatoria”) in tutte le ipotesi in cui il va-

²⁵ L'accostamento della posizione del *venture capitalist* a quella di un quasi-creditore diviene peraltro particolarmente plausibile quando lo statuto preveda in suo favore una preferenza “non partecipativa” (e cioè il diritto a “recuperare quanto versato a titolo di sottoscrizione/acquisto” delle azioni o della quota), senza facoltà di conversione o importi addizionali: cfr. A. ZANONI, (nt. 7), 74, nt. 131 (osservando come, in questa ipotesi, «il ritorno del *venture capitalist* sarebbe assimilabile a quello tipicamente atteso da uno strumento di debito»).

²⁶ *In re Trados Inc. S' holder Litig.*, 73 A.3d 17, 21 ss. (Del. Ch. 2013); *In re Good Technology Corp. S'holder Litig.* N. 11580, 2017 WL 2537347 (Del. Ch. 12 maggio 2017). Per un commento alla decisione *Trados* nella nostra dottrina v. Su tali regole v. il cenno in G.D. MOSCO, C.A. NIGRO, (nt. 3), 268 ss.

²⁷ V., osservando in chiave comparatistica il frequente ricorso giurisprudenziale alle figure dei *fiduciary duties*, della *unfair oppression* e della *mitgliedschaftliche Treupflicht* soprattutto nelle società a base ristretta, H. FLEISCHER, *Vergleichende Corporate Governance in der geschlossenen Kapitalgesellschaft*, in *ZHR* 179 (2015), 404, 439.

lore di funzionamento dell'impresa²⁸ sia inferiore *non* al valore che verrebbe distribuito al fondo a seguito dell'evento di riparto quanto piuttosto al valore che il fondo potrebbe conseguire allocando le risorse derivanti dall'evento di liquidità su altre società del portafoglio che abbiano maggiori probabilità di crescita (c.d. "opportunity-cost conflict")²⁹.

La soluzione del conflitto «sistematico» appena evocato non può essere rintracciata nell'art. 2373 c.c., almeno se si esclude che l'interesse del fondo di VC all'evento di liquidità sia qualificabile come extra-sociale anche nell'ipotesi in cui l'evento si traduca nello scioglimento della società o nella alienazione dell'intera azienda: non esiste, infatti, un interesse della società alla propria sopravvivenza suscettibile di prevalere sull'interesse della maggioranza al disinvestimento patrimoniale³⁰.

La soluzione non sembra possa individuarsi neppure evocando clausole generali come l'abuso della regola di maggioranza, l'eccesso di potere o la violazione del principio di correttezza e buona fede in materia societaria. Da un lato, l'interesse del socio VC alla distribuzione dei proventi ricavabili con l'evento di riparto è meritevole di tutela al pari dell'interesse del socio fondatore alla percezione del flusso di reddito che verrebbe garantito dalla continuazione dell'impresa ed è comunque insuscettibile di una valutazione oggettiva censurabile in giudizio senza entrare nel merito della deliberazione³¹. Dall'altro, il sindacato di una deliberazione assembleare che sia adottata nella neutralità dell'interesse sociale (come la delibera di scioglimento o di fusione o di vendita dell'intera azienda con conseguente cambiamento dell'oggetto sociale) presuppone, secondo un costante indirizzo giurisprudenziale, la dimostrazione di un intento fraudolento della maggioranza volto «a provocare la lesione dei diritti di partecipazione e degli altri di-

²⁸ Il valore di funzionamento (o di continuazione) di un'impresa può descrittivamente identificarsi con il valore attuale dei flussi di cassa netti che il suo esercizio è idoneo a generare ipotizzando invariate le condizioni esterne di mercato.

²⁹ Cfr. A.B. CABLE, *Opportunity-Cost Conflicts in Corporate Law*, in 66 *Case Western Reserve L. Rev.*, 51 (2015), 52 ss. (identificando il costo opportunità di una certa decisione nell'alternativa di maggior valore alla quale si deve rinunciare per attuare quella decisione); e il cenno in P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, (nt. 19), 380, nt. 109.

³⁰ Cfr., per tutte, Cass. civ., sez. I, 12 dicembre 2005, n. 27387.

³¹ E v. D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, nel *Trattato Colombo-Portale*, 3**, Torino, Utet, 1993, 181 ss. e già a 22, ove l'osservazione «che l'interesse allo scioglimento non può essere un interesse estraneo alla nozione di interesse sociale di cui all'art. 2373 c.c., poiché altrimenti la delibera di scioglimento sarebbe sempre presa in conflitto di interessi da parte di ogni socio (potenzialmente tutti) che abbia opportunità di investimento con rendimento atteso superiore a quello delle azioni sociali» (enfasi aggiunta). In senso analogo G.D. MOSCO, C.A. NIGRO, (nt. 3), 276 s. Questa concezione «pluralistica» della nozione di interesse sociale ai sensi dell'art. 2373 c.c. è adottata anche in giurisprudenza: cfr., ad es., Trib. Bologna, 10 novembre 2023, in www.giurisprudenzadelleimprese.it (in materia di determinazione dei compensi dell'amministratore socio).

ritti patrimoniali» della minoranza³². Nel caso di specie, l'interesse al disinvestimento del socio VC non può qualificarsi come "intenzionalmente" diretto a ledere la posizione del socio imprenditore neppure qualora l'evento di riparto sia perseguito dal socio VC al "solo" scopo di reinvestire i proventi in migliori opportunità alternative e quindi neppure ove lo scioglimento della società determini una perdita di utilità per il socio imprenditore superiore al guadagno realizzato dal fondo di VC con la liquidazione e quindi una riduzione complessiva del "benessere aggregato" dei soci in quanto tali (ma non del fondo in quanto investitore diversificato)³³.

Lo scenario cambia radicalmente tuttavia se, distinguendo il piano della massimizzazione del valore dell'impresa da quello della sua distribuzione ai soci, si passi da un criterio "societario" a un criterio "concorsuale" di soluzione del conflitto. Nel contesto della riorganizzazione di un'impresa in crisi, infatti, vi è la possibilità per il giudice di risolvere il conflitto tra diverse classi di finanziatori quando ritenga che gli appartenenti alla classe dissenziente possano venire soddisfatti in misura non inferiore all'alternativa liquidatoria³⁴. Aderendo a questo canone di valutazione – che potrebbe giustificarsi soprattutto considerando come lo scenario più probabile di conflitto tra le preferenze del socio investitore e l'interesse del socio fondatore sia quello in cui si profili l'insuccesso dell'iniziativa e il valore residuo del patrimonio sociale non risulti capiente per rimborsare i conferimenti di tutti i soci³⁵ – la decisione di scartare l'opzione "liquidativa" in favore della prosecuzione dell'impresa

³² Cass. civ., sez. I, 14 febbraio 2024, n. 4034; Cass. civ., sez. I, 29 gennaio 2024, n. 2660; Trib. Milano, 31 gennaio 2022, n. 804.

³³ Il socio imprenditore soffrirà una perdita di utilità ogniqualvolta il valore conseguibile con l'evento di riparto sia inferiore alla porzione di sua spettanza del valore di funzionamento (ossia, come osservato in precedenza, dell'ammontare attualizzato dei flussi monetari che la società avrebbe potuto distribuire ai soci qualora non fosse stata liquidata o ceduta a terzi).

³⁴ Il principio delle «alternative praticabili» (o dell'«assenza di pregiudizio») è infatti un criterio "distributivo" nella misura in cui seleziona la regola di allocazione del valore dell'impresa tra diverse classi di finanziatori; il criterio societario della «massimizzazione del valore delle azioni» prescinde, invece, da tale aspetto nel senso che una deliberazione/operazione dovrà considerarsi legittima anche quando sia fonte di una riduzione di utilità per la sfera individuale di alcuni investitori/finanziatori purché il vantaggio conseguito dagli altri investitori/finanziatori sia superiore a questa perdita di utilità. Sul principio di «assenza di pregiudizio» nel codice della crisi v. I. DONATI, *Crisi d'impresa e diritto di proprietà. Dalla responsabilità patrimoniale all'assenza di pregiudizio*, in *Riv. soc.*, 2020, 164, 185 ss. Va osservato peraltro che il principio in esame assume, nella versione definitiva del codice della crisi, configurazioni diverse in dipendenza del contesto nel quale viene evocato. Così mentre l'art. 61, secondo comma, lett. d), del codice (sugli accordi di ristrutturazione ad efficacia estesa) fa riferimento all'alternativa rappresentata dalla «liquidazione giudiziale», l'art. 80, terzo comma (in materia di omologazione del concordato minore) e l'art. 120-*quater*, terzo comma (in materia di omologazione del concordato con attribuzioni ai soci) si richiamano, più genericamente, all'«alternativa liquidatoria», laddove infine l'art. 245 del codice (in materia di omologazione del concordato nella liquidazione giudiziale) attribuisce rilievo al confronto con le «alternative concretamente praticabili».

³⁵ E v. P. GIUDICI, P. AGSTNER, A. CAPIZZI, (nt. 6), 806.

(eventualmente ristrutturata) dovrebbe considerarsi sempre legittima quando il valore di funzionamento dell'impresa sia superiore a quello conseguibile con l'evento di liquidazione, anche qualora ciò determini un elevato costo-opportunità per il fondo di VC che avrebbe beneficiato di una utilità superiore se avesse potuto reimpiegare il ricavato della distribuzione in altre attività³⁶.

6. Verso una nuova figura di conflitto tra soci?

Le riflessioni formulate inducono a una conclusione provvisoria ma forse utile come punto di partenza per indagini supplementari: il problema dell'allocazione dei «diritti patrimoniali» tra socio fondatore e socio VC costituisce il momento di emersione di *un nuovo costo di agenzia* che sembra caratterizzare non solo le società aperte ma, più in generale, qualsiasi iniziativa economica collettiva che veda la partecipazione di un investitore «diversificato» (tipicamente: un fondo comune di investimento, aperto o chiuso o comunque “specializzato”). Si tratta, infatti, di un conflitto la cui soluzione impone un delicato bilanciamento di interessi e, prima ancora, una scelta metodologica di vertice in ordine agli strumenti concettuali con i quali procedere al suo inquadramento (art. 2373 c.c., abuso di maggioranza, principio dell'«assenza di pregiudizio»).

Più in generale, la sensazione è che, in presenza di investitori diversificati, il diritto societario moderno sia chiamato a chiedersi se siano ancora attuali contrapposizioni “classiche” come quelle tra maggioranza e minoranza o tra possessori di diverse categorie di azioni o se sia piuttosto necessario andare oltre per elaborare criteri *autonomi* di valutazione normativa del conflitto che tengano conto della reale natura dei soggetti coinvolti: da un lato, soci che hanno effettuato un investimento *firm-specific* e che sono, pertanto, portatori di un interesse alla redditività e al valore di una *singola* partecipazione³⁷; dall'altro, soci «diversificati» i quali, proprio in quanto agenti in una logica di portafoglio, risultano invece portatori di un interesse alla redditività e al valore di un *insieme di partecipazioni*³⁸.

³⁶ Del resto, non è solo il fondo di VC a sopportare un costo-opportunità nel caso di prosecuzione dell'impresa. Anche il socio fondatore si trova a sopportare un significativo costo-opportunità tutte le volte in cui la società sia disciolta o il suo controllo trasferito a terzi, atteso il carattere infungibile dell'investimento in capitale umano che egli ha effettuato nella “propria” impresa e che difficilmente potrà riallocare in altre iniziative [cfr. A.B. CABLE, (nt. 29), 87].

³⁷ Per usare la fraseologia dell'art. 2497, primo comma, c.c. che non a caso si muove in una logica atomistica (nel senso che l'interesse del gruppo non può legittimare il sacrificio dell'interesse dell'investitore nella singola società eterodiretta).

³⁸ Per alcune considerazioni su tale problema sia consentito il rinvio a M. MAUGERI, Proxy advisors, esercizio del voto e doveri «fiduciari» del gestore, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione del risparmio*, a cura di R. D'APICE, Bologna, Il Mulino, 2016, 667, 670; ID., *Soci istituzionali e capitalismo “responsabile”*, in questa *Rivista*, 2023, 836, 840 s. e 845 ss.