
Temì e dibattiti di attualità

Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte

Participative financial instruments, innovative undertakings and s.r.l. SMEs: open issues

E. Fregonara*

ABSTRACT:

Il contributo partendo dall'esame dei dati normativi propone un'interpretazione che permetta, da un lato, di contemplare l'offerta tramite *crowdfunding* anche degli strumenti finanziari partecipativi quale canale alternativo alla raccolta di risorse finanziarie per le imprese innovative, dall'altro, di estendere alle s.r.l. PMI non innovative la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi.

Parole chiave: Finanziamento – *crowdfunding* – strumenti finanziari partecipativi – imprese innovative – pmi s.r.l.

Starting from the analysis of the Italian regulation, the paper argues that the offer – through crowdfunding – of other kind of securities (namely, participative financial instruments) might also function as an important leverage for the supply of equity to innovative businesses. Then, the paper suggests to extend the chance to issue participative financial instruments also to non innovative italian s.r.l. SMEs.

Keywords: Financing – crowdfunding — participative financial instruments – innovative businesses – s.r.l. SMEs

SOMMARIO:

1. Il *focus*. – 2. La cornice normativa. – 3. Gli strumenti finanziari partecipativi nel contesto delle imprese innovative s.r.l. – 3.1. (*Segue*): rilevanza pratica e disciplina. – 4. L'offerta al pubblico tramite *crowdfunding* degli strumenti finanziari partecipativi: un canale alternativo alla raccolta di risorse finanziarie percorribile dalle società innovative? – 4.1. Rilievi sistematici. – 4.2. (*Segue*): profili interpretativi e *de iure condendo*. – 4.3. (*Segue*): rilievi di opportunità. – 4.4. (*Segue*): profili operativi. – 4.5. (*Segue*): la configurazione degli strumenti sotto il

* Professore associato di diritto commerciale dell'Università degli Studi del Piemonte orientale, e-mail: elena.fregonara@uniupo.it.

profilo patrimoniale e amministrativo. – 5. PMI non innovative e strumenti finanziari partecipativi: un'ulteriore via di finanziamento?

1. *Il focus.*

«Nell'ordinamento italiano la piccola e media impresa è stata oggetto di un singolare destino. Da sempre riconosciuta dagli economisti come architrave del sistema economico, con i pregi, in particolare, dell'impresa familiare, in termini di stabilità ma con il difetto della scarsa apertura al mercato finanziario e, quindi, alla crescita, non ha visto, per lungo tempo, risposte coerenti del legislatore»¹. Questo scenario è stato, più di recente, interessato da profondi cambiamenti in particolare – ed inizialmente – nel mondo delle imprese innovative s.r.l.; come sottolinea, infatti, l'autorevole dottrina citata «la legittimazione all'offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali, nonché la possibilità di prevedere nell'atto costitutivo, (...), l'emissione di strumenti finanziari forniti di diritti particolari o anche di diritti amministrativi (...), segnano l'avvio di un processo di “avvicinamento” delle piccole e medie imprese al mercato finanziario»²: questi i temi oggetto di indagine nel presente contributo dedicato alle imprese innovative e PMI s.r.l. nella peculiare prospettiva degli strumenti finanziari partecipativi.

Come noto, sin dal 2012 l'obiettivo del legislatore è stato quello di sostenere l'economia, fortemente compromessa a causa della crisi del debito sovrano, puntando sull'imprenditoria innovativa³: a tal fine è stata introdotta una disciplina agevolativa e più flessibile in relazione alla struttura finanziaria con l'intento di rendere quelle imprese maggiormente ospitali e, quindi, capaci di crescere attraverso “aiuti” esterni. Le *start up* innovative – e dal 2015 anche le PMI innovative – possono così accedere a nuove risorse su tre differenti fronti: rafforzando il *venture capital*, mediante la creazione di specifiche classi di parte-

¹ Così P. MONTALENTI, *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, a cura di P. Montalenti e M. Notari, Milano, Giuffrè, 2020, 15.

² Così P. MONTALENTI, (nt. 1), 19. Sul tema dell'evoluzione normativa che ha investito le s.r.l. PMI v. ID., *Impresa società di capitali mercati finanziari*, Torino, Giappichelli, 2017, 68 ss.

³ V. *Restart, Italia!*, Rapporto della *Task Force* sulle *start up* istituita dal Ministero dello Sviluppo Economico, 2012, reperibile in internet al seguente indirizzo www.mise.gov.it.

cipazioni caratterizzate da diritti tipici di «finanza straordinaria»⁴, incentivando il *work for equity*, con l'emissione di strumenti finanziari partecipativi per la remunerazione dei fornitori, infine, offrendo le proprie quote al pubblico anche tramite il c.d. *equity based crowdfunding*, al dichiarato fine di raccogliere «poco capitale reso disponibile da una moltitudine di attori»⁵.

Quest'ultimo rappresenta un canale di finanziamento alternativo a quelli tradizionali e destinato, nella sua versione originaria, alla sola raccolta – attraverso la folla – di capitale di rischio nel settore dell'innovazione: tuttavia, i più recenti interventi legislativi hanno esteso l'accesso al *crowdfunding* a tutte le PMI s.r.l., nonché ampliato l'oggetto dell'offerta *on line* includendovi gli strumenti di debito⁶.

In questo quadro, destinatari delle offerte sul *web* non sono più gli investitori cibernauti *retail*, ovvero tutti i cittadini indipendentemente dal loro reddito, ma al contrario, in certi casi, esclusivamente degli investitori di nicchia, se non addirittura investitori professionali vigilati. Nonostante il profondo mutamento dello scenario resta implicitamente esclusa la possibilità di offrire tramite *crowdfunding* i c.d. strumenti finanziari partecipativi che, peraltro, ad oggi le *sole start up* e PMI innovative costituite nella forma delle s.r.l. possono emettere.

Il contribuuto si propone un compito delicato: dopo aver esaminato in parallelo l'evoluzione che ha portato all'ammissibilità dell'emissione degli strumenti finanziari partecipativi, prima per le s.r.l. *start up* e poi per le PMI innovative

⁴ Si tratta, come segnala il Rapporto *Restart Italia*, del diritto di seguito, del diritto di co-vendita, di *liquidation preference*, di nomina degli amministratori non esecutivi per monitorare gli amministratori esecutivi etc. Sul tema e in particolare sulle s.r.l. *VC-backed* si veda l'ampio contributo di P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in questa *Rivista*, 2020, 353 ss.

⁵ Così Rapporto *Restart Italia*, cit., ove ancora si legge: «ci piace pensare a decine di persone per la maggior parte giovani pieni di talento che cercano i mezzi per sperimentare le loro idee di *business* e decine di migliaia di altre persone in tutta Italia che li sostengono attraverso investimenti per quanto piccoli, cittadini che investono su altri cittadini scommettendo su di loro, dando loro fiducia». V. P. MONTALENTI, *Società a responsabilità limitata*, (nt. 1), 22, ove l'a. si interroga – e pare ricavare dai dati una risposta «abbastanza incoraggiante» – sul fatto se le PMI ed il *crowdfunding* possano rappresentare un'inversione di tendenza rispetto allo stato dell'arte che vede “fallito”, al momento, l'obiettivo sotteso alla riforma del 2003 che «con l'introduzione del sotto-tipo di società azionaria con titoli diffusi, mirò a superare lo storico “scalino” tra società quotate e cioè la tradizionale arretratezza delle nostre imprese nel rapporto con il mercato finanziario, (...), l'obiettivo è rimasto lontano: su 40.000 s.p.a. il numero delle quotate è da tempo assestato su 300 società».

⁶ V., *infra*, par. 2.

con quella dell'ambito di applicazione del *crowdfunding*, verificare se veramente – a dispetto di quelle che paiono delle chiare scelte del legislatore in senso preclusivo – tale canale di finanziamento non sia percorribile per tutte le PMI s.r.l. e se non sia possibile offrire anche questi strumenti al pubblico attraverso i portali *on line*.

Il perimetro dell'indagine è, dunque, circoscritto da un lato, alle società innovative “aperte”⁷, o comunque potenzialmente “aperte”, che possono emettere gli strumenti finanziari partecipativi, ma – a quanto consta – non offrirli sui portali di *crowdfunding*; dall'altro lato, alle PMI non innovative s.r.l. a cui, seppure è riconosciuta la possibilità di accedere al mercato del capitale di rischio e di debito mediante le piattaforme *on line*, non è tuttora consentita – stando al dato letterale – l'emissione di quegli strumenti di finanziamento che, rendendo ancor più flessibile la struttura finanziaria, potrebbero risultare importanti in fase di crescita⁸.

2. La cornice normativa.

Il tema impone una ricognizione in ordine al quadro disciplinare che interessa gli strumenti finanziari partecipativi in seguito al loro innesto nell'ambito delle società innovative.

L'atto costitutivo delle *start up* e PMI innovative, costituite nella forma della s.r.l., può prevedere, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera e servizi, l'emissione di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi

⁷ «Secondo l'uso consolidato dei termini la distinzione tra società chiusa ed aperta è da individuare nell'assenza o nella presenza dell'appello al mercato del capitale di rischio» la s.r.l. è nata ed è stata regolata in particolare dal codice civile e dalla riforma societaria, come società chiusa, ma «con una vicenda che si è sviluppata recentemente in pochi anni, accanto alla s.r.l. tradizionale e quindi chiusa, il legislatore ha ammesso la presenza di una s.r.l. aperta, che si rivolge al mercato del capitale di rischio, dapprima in ambiti circoscritti (le società innovative) e poi in un contesto moto più ampio che abbraccia tutte le P.M.I.» così O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 1208 ss, in part. 1209.

⁸ Restano escluse le *start up* e PMI innovative costituite nella forma della s.r.l. semplificata, poiché in questi casi l'atto costitutivo deve rispettare il modello “ridotto” *standard* che non prevede tale spazio di manovra per il finanziamento, sul tema, in dottrina si è osservato che «anche se forse è un'ipotesi non facilmente in concreto configurabile, un s.r.l. aperta può essere a capitale ridotto, o anche semplificata, purché non adotti le regole peculiari delle PMI, dovendo venire in considerazione inderogabilmente lo statuto applicabile alle s.r.l. semplificate che non le prevede», così O. CAGNASSO, (nt. 7), 1223.

degli artt. 2479 e 2479-bis c.c.: così dispone l'art. 26, settimo comma, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 per le *start up* innovative, la cui applicazione è stata estesa alle PMI innovative dal Decreto *Investment Compact*, d.l. 24 gennaio 2015, n. 3. Come si deduce dalla significativa precisazione che chiude il settimo comma della norma in esame, la stessa è destinata alle sole imprese innovative s.r.l., giacché per quelle costituite nella forma della s.p.a. si applicano le disposizioni dedicate agli strumenti finanziari partecipativi in quel contesto⁹.

Successivamente, l'art. 57 del d.l. 24 aprile 2017, n. 50 ha introdotto alcune importanti modifiche all'art. 26 del d.l. n. 179/2012, in particolare ai commi secondo, quinto e sesto (e di riflesso anche al terzo comma) sostituendo le parole «*start-up* innovative» con l'espressione «PMI». Per l'effetto, la novità è consistita nell'ulteriore estensione della disciplina – originariamente dettata per le sole s.r.l. *start up* innovative – a tutte le PMI s.r.l.¹⁰: tale significativo tassello

⁹ Sul tema, v. A.R. ADIUTORI, *Strumenti finanziari nelle start up e PMI innovative*, in *Start up e P.M.I. innovative*, diretto da O. Cagnasso e A. Mambriani, Bologna, Zanichelli, 2020, 800; M. CIAN, *Le start up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 1178 ss.; P. BENAZZO, *La s.r.l. start up innovativa*, *ivi*, 14, 101 ss.; ID., voce *Start-up e PMI innovative*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Aggiornamento, diretto da R. Sacco, a cura di S. Bellomo, M. Cian, G. Ferri jr., D.U. Santosuosso, F. Tesoro, Torino, Utet, 2017, 467 ss.; S. GUIZZARDI, *L'impresa "start-up" innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 549 ss.; A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, 699 ss.

¹⁰ La Commissione europea, nell'ambito di una propria Raccomandazione del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese (Racc. 2003/361/CE), ha ricompreso all'interno delle PMI il soggetto che soddisfi contemporaneamente tre diverse condizioni: svolga attività economica, anche non commerciale, e anche non di impresa; occupi, per lo svolgimento della propria attività, meno di 250 persone e abbia un fatturato annuo che non superi i 50 milioni di Euro oppure un totale di bilancio annuo non superiore ai 43 milioni di Euro. Successivamente, nell'ambito delle normative comunitarie, ed in particolare nel Reg. UE n. 2017/1129, art. 2 – par. 1 – lett. f) – primo aliena, inserito in virtù del d.l. n. 129/2017 si rinviene un'ulteriore definizione di PMI che coincide con quella contenuta nella Raccomandazione del 2003. Il Regolamento si applica, per espressa disposizione legislativa, solamente a quelle società che facciano ricorso al *crowdfunding* e che, quindi offrano quote al pubblico attraverso i portali telematici. Infine, il Notariato del Triveneto, con l'Orientamento I.N.1 ha chiarito che: «per la definizione di S.r.l.-PMI occorre far riferimento alla raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE, allegato 1, sia per quanto riguarda le caratteristiche oggettive sia per quanto riguarda i criteri di accertamento di tali caratteristiche». La dirompente portata delle modifiche normative risulta evidente alla luce dei dati statistici: la maggioranza delle s.r.l. esistenti (ben il 99%) possiede i requisiti enunciati. Sulle incertezze legate alla nozione di PMI v. M. NOTARI, *Analisi de jure condendo delle varianti organizzative delle s.r.l. (start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive*, in *ODCC*, 2019, 241 ss, in part. 247.

normativo, tuttavia, non ha interessato il settimo comma dello stesso art. 26 che, stando al dato letterale, risulta inapplicabile alle PMI non innovative.

Con specifico riguardo alle *start up* innovative s.r.l. costituite con firma digitale, senza intervento del notaio seguendo una procedura *on line*, emerge l'art. 7 del modello standard di statuto¹¹, ove viene confermato che la società può procedere, sulla base di apposito regolamento soggetto ad iscrizione nel registro delle imprese, predisposto in ottemperanza al modello uniforme approvato con decreto del Ministro dello sviluppo economico, alla emissione degli specifici strumenti finanziari previsti dall'art. 26, settimo comma, del d.l.

¹¹ Si tratta di documenti redatti in modalità informatica, ai sensi del d.m. 17 febbraio 2016: il cammino avviato nel 2015, con il d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, Decreto *Investment Compact*, si era concluso con la pubblicazione del decreto Direttoriale del MISE del 1° luglio 2016, efficace dal 20 luglio 2016, che approvava le specifiche tecniche per la redazione del modello standard di atto costitutivo e statuto. Sul punto occorre riferire che, mentre il presente contributo si trovava già in bozze, il Consiglio di Stato ha accolto il ricorso proposto – avverso la sentenza del Tar Lazio, 2 ottobre 2017, n. 10004 – dal Consiglio Nazionale del Notariato per vedere annullato il richiamato decreto ministeriale: sicché in questo momento non è più possibile procedere alla costituzione di *start up* innovative s.r.l. senza atto pubblico, v. Cons. Stato, sez. VI, 29 marzo 2021, n. 2643, reperibile in internet al seguente indirizzo: www.ilsocietario.it. La decisione del Consiglio di Stato ha provocato una vera e propria emergenza normativa in tempi peraltro già difficili per l'imprenditoria a causa della prolungata emergenza sanitaria ed ormai anche economica: nel dichiarare l'illegittimità del decreto attuativo lascia un vuoto normativo e determina la necessità di un intervento urgente anche sulla normativa primaria, rendendo improcrastinabile una revisione della stessa che potrebbe intervenire espressamente e direttamente sulle attribuzioni degli Uffici del Registro, conferendo ai medesimi poteri di controllo sostanziali e non meramente "esteriori" o formali, così soddisfacendo il requisito del controllo amministrativo o giudiziale richiesto dalle Direttive UE. Oltre a ciò v'è da sottolineare che la materia del contendere e la decisione del Consiglio di Stato si intersecano inevitabilmente con l'imminente recepimento da parte del nostro Paese della Direttiva 2019/1151/UE, c.d. Direttiva *Corptech* sulla digitalizzazione delle imprese, in particolare sull'uso di strumenti e processi digitali nel diritto societario". La legge di delegazione europea, l. n. 53 del 22 aprile 2021 pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale n. 97 del 23 aprile 2021, all'art. 29, comma primo, stabilisce che nell'esercizio della delega il Governo osservi, oltre ai principi e criteri direttivi generali di cui all'articolo 32 della legge 24 dicembre 2012, n. 234, anche l'impegno a prevedere che la costituzione di società a responsabilità limitata e società a responsabilità limitata semplificata con sede in Italia, con capitale versato mediante conferimenti in danaro, avvenga *on line* e sia stipulata, anche in presenza di un modello standard di statuto, con atto pubblico formato mediante l'utilizzo di una piattaforma che consenta la videoconferenza e la sottoscrizione dell'atto con firma elettronica riconosciuta. Dunque, salvo modifiche dell'ultima ora, la costituzione di *start up* innovative s.r.l. e s.r.l.s. potrà avvenire *online*, utilizzando modelli di atto costitutivo e statuto predefiniti, ma con la necessaria presenza di un notaio: nell'ottica di un bilanciamento tra modelli "vecchi" e "nuovi" parrebbe opportuno tenere conto anche del percorso sino qui svolto dalla normativa sulle s.r.l.s. e da quella sulle *start up* innovative s.r.l. *on line*, in particolare del loro modello di statuto standard.

n. 179/2012, con decisione dell'organo amministrativo adottata con il voto favorevole della maggioranza assoluta dei suoi componenti (e/o) con decisione dell'assemblea dei soci adottata con il voto favorevole di una maggioranza dei soci che rappresenti almeno la metà del capitale sociale.

A completare il quadro la disciplina generale degli strumenti finanziari partecipativi si rinviene, seppure nei limiti di compatibilità e, in ogni caso, attraverso un'operazione di adattamento al diverso contesto¹², in una serie di norme nel capo dedicato alle società per azioni¹³.

¹²In questo senso, v. O. CAGNASSO, (nt. 7), 1224, «la disciplina che il legislatore ha introdotto per le società innovative e poi per le PMI in forma di s.r.l. richiama una serie di istituti tipici delle società per azioni: come si è ricordato, l'acquisto di quote proprie, l'emissione di strumenti finanziari partecipativi, le categorie di quote, le quote prive del diritto di voto. Si tratta di istituti che hanno una compiuta disciplina nell'ambito della società per azioni, mentre il rinvio di limita a pochi tratti, (...) pare pertanto necessario completare la normativa con le regole proprie della società per azioni, sia pure adattandole al differente contesto».

¹³Si tratta, in particolare, degli artt.li 2346, sesto comma, 2349, secondo comma e 2351, ultimo comma c.c., ad integrazione della disciplina delle obbligazioni (art. 2411, ultimo comma, c.c.), nonché ad integrazione della disciplina riguardante i patrimoni destinati (artt. 2447-ter lett. e), 2447-sexies), e poi ancora in alcune norme in tema di libri sociali e bilancio, fusione e scissione. Sulla natura frammentaria della disciplina degli strumenti finanziari partecipativi v. G. FERRI jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 805 ss, in part. 809. In generale sulla disciplina degli strumenti finanziari partecipativi nelle s.p.a. v. A. VALZER, sub art. 2346, in *La società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Milano, Giuffrè, 2016, 483 ss.; M. STELLA RICHTER jr., *Strumenti finanziari e società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2015; B. LIBONATI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Scritti giuridici*, I, Milano, Giuffrè, 2013, 385; M. NOTARI, *Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese*, in *Riv. soc.*, 2018, 1134 ss.; ID., *Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *I Contratti per l'impresa*, II, *Banca, mercati, società*, a cura di G. Gitti, M. Maugeri, M. Notari, Bologna, Zanichelli, 2012, 357 ss.; M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 474 ss.; M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voce*, Milano, Giuffrè, 2006; ID., *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 382 ss.; ID., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Milano, Giuffrè, 2006, 735 ss.; G. FERRI jr., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, I, 741 ss.; R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, Utet, 2006, 727 ss.; G. OPPO, *Questioni in tema di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, Utet, 2006, 713 ss.; N. SALANITRO, *Cenni tipologici sugli strumenti finanziari diversi dalle azioni*, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, Utet, 2006, 719 ss.; P. SPADA, *Provista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 621 ss.; L. ENRIQUES, «Quantum non datur»: appunti in tema di «strumenti finanziari partecipativi», *ivi*,

D'altro canto, la Legge di Bilancio 2019 ha modificato l'art. 1, quinto-*novies* comma, T.U.F. che ora dispone: «per “portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali” si intende una piattaforma *on line* che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129, delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese nonché della raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese». L'art. 100 *ter*, primo co., t.u.f. prevede poi che le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali possono avere ad oggetto soltanto la sottoscrizione di *strumenti finanziari* emessi dalle piccole e medie imprese, dalle imprese sociali e dagli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese¹⁴; al successivo comma primo-*ter* si legge: «la sottoscrizione di obbligazioni o di titoli di debito è riservata, nei limiti stabiliti dal codice civile, agli *investitori professionali* e a *particolari categorie di investitori* eventualmente individuate dalla Consob ed è effettuata in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio».

In ragione di queste novelle legislative la Consob ha predisposto alcune significative modifiche al testo del regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali *on line* al fine di adeguarlo all'ampliamento – operato a livello di normativa primaria – del perimetro delle offerte promuovibili nell'ambito delle piattaforme di *crowdfunding*¹⁵: in particolare, l'art. 2, primo comma, lett. h), Reg. Consob precisa che per «*strumenti finanziari*» si intendono le azioni e le quote rappresen-

2005, 166; G.B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, in *Riv. soc.*, 2002, 146 ss.; G. MIGNONE, sub *art. 2346*, in *Commentario* Cottino e altri, Bologna, Zanichelli, 2004; M. NOTARI, G. GIANNELLI, sub *Art. 2346, co. 6*, in *Commentario* Marchetti, *Azioni*, a cura di M. Notari, Milano, Egea-Giuffrè, 2008; U. TOMBARI, *Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma., c.c.)*, e *diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 143 ss.; M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nell'emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 519 ss.; A. PACIELLO, *La struttura finanziaria della società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 155 ss.

¹⁴ La norma precisa che le offerte relative a strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese devono avere un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell'art. 100, primo comma, lett. c), T.U.F.

¹⁵ Il Regolamento è stato adottato dalla Consob con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e successive modifiche ai sensi degli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* del d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

tative del capitale sociale¹⁶ o degli OICR e le obbligazioni o i titoli di debito¹⁷, oggetto delle offerte al pubblico condotte attraverso portali¹⁸. Parrebbero, dunque, esclusi gli strumenti finanziari partecipativi.

¹⁶In deroga a quanto previsto dall'art. 2468, primo comma, c.c., le quote di partecipazione in piccole e medie imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali. Sul tema dell'*equity based crowdfunding* v. O. CAGNASSO, *Portale on line e raccolta di capitale di rischio*, relazione presentata in occasione del X Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del diritto commerciale", *L'evoluzione tecnologica e il diritto commerciale*, Roma, 22-23 febbraio 2019; P. MONTALENTI, (nt. 1), 21; L. DE LUCA, S.L. FURNARI, A. GENTILE, voce *Equity crowdfunding*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, 2017, 159 ss.; M. LAMANDINI, D.R. MUÑOZ, *La disciplina dell'equity crowdfunding nella prospettiva dell'emittente e del diritto societario: verso il sub-tipo emittente digitale?*, in *RDS*, 2019, 594 ss.; A. LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, in *Riv. soc.*, 2019, 1237 ss.; U. MINNECI, *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, I, 509 ss.; M.C.M. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 650 ss.; A. BOLLETTINARI, E. FREGONARA, *Il crowdfunding, Start up e P.M.I. innovative*, diretto da O. Cagnasso e A. Mambriani, Bologna, Zanichelli, 2020, 861 ss.; I. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e la "dematerializzazione" della quota*, in *ODCC*, 2, 2016, 537 ss.; ID., *Brevissime considerazioni sull'equity based crowdfunding*, in *Riv. dir. banc.*, 5, 2014; M.L. VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, 371.

¹⁷Nella Relazione illustrativa, 18 ottobre 2019, degli esiti della consultazione per le modifiche del Reg. 26 giugno 2013, n. n. 18592 sulla raccolta di capitali tramite portali on-line per l'adeguamento alle novità introdotte dalla legge di bilancio 2019, si legge che «dall'interpretazione della nuova disposizione contenuta nell'articolo 100-ter del TUF, che fa riferimento alla possibilità concessa ai portali di offrire "obbligazioni o di titoli di debito". Il perimetro di tale nozione si rinviene nell'articolo 1, comma 1-bis, del TUF, dispone che: Per "valori mobiliari" si intendono categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio: [...] b) obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli; [...]». Inoltre, con specifico riferimento alle cambiali finanziarie, viene in rilievo quanto disposto dall'articolo 5, della legge n. 43/1994 ai sensi del quale "le cambiali finanziarie sono considerate valori mobiliari per qualsiasi finalità prevista dall'ordinamento". In ragione di quanto sopra devono ritenersi ricompresi nell'ambito della disciplina Consob relativa al *crowdfunding*, tutti i "titoli di debito" che rientrano nella definizione del TUF, ivi incluse quindi le cambiali finanziarie. In merito si è provveduto ad integrare il Regolamento *Crowdfunding* al fine di prevedere che l'informativa resa ai potenziali investitori dia atto non solo dei limiti codicistici, ma anche delle limitazioni recate dalle leggi speciali applicabili ai titoli di debito, quali, ad esempio, quelle previste in tema di cambiali finanziarie».

¹⁸È mutata la stessa denominazione del Regolamento Consob, che non fa più riferimento alla «raccolta di capitale di rischio, ma, più genericamente, alla raccolta di «raccolta di capitali tramite portali on-line», sul tema v. A. BOLLETTINARI, E. FREGONARA, (nt. 16), 902 ss., ove si rileva che «il finanziamento mediante obbligazioni e strumenti finanziari di debito tecnicamente non può essere ricompreso nel c.d. *equity based crowdfunding*, così come di-

3. *Gli strumenti finanziari partecipativi nel contesto delle imprese innovative s.r.l.*

Nella normativa destinata alle imprese innovative s.r.l., in questo caso come per altri profili¹⁹, compaiono istituti tipici della società per azioni: sul punto, la Relazione illustrativa al decreto che ha introdotto le *start up* precisa che l'estensione «di queste opzioni statutarie anche alle imprese *start up* innovative costituite in forma di s.r.l. (...) risponde alla *ratio* di consentire attraverso essi la diffusione di pratiche di *work-for-equity*», e pertanto la possibilità di remunerare le collaborazioni esterne, con l'attribuzione di tali titoli ai fornitori, che si assumeranno il rischio d'impresa senza appesantire la situazione finanziaria della società. In particolare, le s.r.l. innovative, *start up* o PMI, hanno l'opportunità di avvalersi di personale altamente qualificato, spesso indispensabile per lo sviluppo del *business* tecnologicamente innovativo²⁰.

Gli strumenti finanziari partecipativi si collocano nell'ambito dei canali che possono consentire l'acquisizione di mezzi propri, non sono imputabili al capitale sociale pur contribuendo ad incrementare il patrimonio netto con una chiara funzione di ricapitalizzazione e risultano operativamente utili per le imprese innovative, distinguendosi per la loro natura partecipativa ma "versatile" e per la loro attitudine ad essere variamente modulati a seconda delle operazioni a cui verranno destinati.

La regolamentazione dei tratti essenziali di tali titoli e del loro funzionamento pare interamente lasciata all'autonomia negoziale, secondo lo schema offerto per quelli emessi dalle "sorelle maggiori": lo statuto dovrà contenere disposizioni inerenti «le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione» come prevede il sesto comma dell'art. 2346 c.c. L'uni-

viene più complicato ricondurre la nuova operazione al «finanziamento della folla», giacché risulta espressamente riservata ad investitori professionali o comunque a particolari categorie di investitori».

¹⁹ Ci si riferisce alla possibilità di creare, in virtù di disposizioni dell'atto costitutivo, categorie di quote fornite di diritti diversi, in particolare sul versante amministrativo e on riguardo al diritto di voto, quote che possono costituire oggetto di offerta al pubblico quali prodotti finanziari, nonché la possibilità di acquistare, a determinate condizioni, proprie partecipazioni.

²⁰ L'art. 27, d.l. n. 179/2012, applicabile anche alle PMI innovative per il rinvio operato dal Decreto *Investment compact*, prevede agevolazioni di carattere fiscale e contributivo applicabili anche agli strumenti finanziari diretti a remunerare opere o servizi, ovvero prestazioni lavorative e consulenze professionali qualificate (anche di avvocati, commercialisti, consulenti finanziari): il reddito derivante dalla relativa attribuzione non concorre alla formazione della base imponibile sia ai fini fiscali che contributivi.

co limite posto alla fantasia degli operatori, replicato ed adattato a questo specifico ambito, è rappresentato dal divieto di voto nelle decisioni e nelle assemblee dei soci, in ogni caso, in parte recuperato giacché dal tenore della norma, *a contrario*, si deduce che ai possessori dei relativi titoli potrà essere riconosciuto il diritto di *voice*, su argomenti specificamente indicati, quando previsto dall'atto costitutivo.

Il tema richiede agli operatori uno sforzo interpretativo che diviene più consistente nel contesto in esame.

In primo luogo, si pone il problema di quale fisionomia gli strumenti finanziari possano assumere in concreto nelle imprese innovative: in particolare, quali «*diritti patrimoniali o anche amministrativi*» possano essere riservati ai loro titolari e quale possa essere l'ampiezza e la portata del diritto di voto ad essi attribuibile. Il chiaro tenore della norma, preliminarmente, conferma che la presenza di diritti amministrativi è solo eventuale. Si prospettano, dunque, due categorie di strumenti finanziari comunque «partecipativi»: quelli dotati di soli diritti patrimoniali e quelli, viceversa, dotati, *anche* di diritti amministrativi. Non sembra percorribile in questa particolare sede applicativa, come si comprenderà nel prosieguo, l'ipotesi della elaborazione di strumenti finanziari partecipativi corredati esclusivamente da diritti amministrativi: soluzione che si rende peraltro preferibile anche dal punto di vista letterale, poiché la congiunzione «*anche*» pare escludere questa configurazione²¹.

Come le quote di partecipazione anche gli strumenti finanziari partecipativi attribuiscono diritti sociali: i diritti patrimoniali hanno infatti natura sociale e i titolari di strumenti finanziari possono pure essere esposti al rischio legato all'andamento dell'attività sociale. Esistono, in ogni caso, rilevanti differenze tra i due strumenti: le quote costituiscono la necessaria figura di partecipazione sociale, gli strumenti finanziari partecipativi rappresentano una mera eventualità,

²¹ Nello stesso senso, v. A.R. ADIUTORI, (nt. 9), 810. Ma v. M. CIAN, *Commento all'art. 2346*, in *Commentario* Gabrielli, Torino, Utet, 2015, 897, ove l'a. afferma che «la partecipatività può venire declinata tanto sul piano patrimoniale (con il riconoscimento di un diritto di partecipazione agli utili e per l'assenza di qualsiasi diritto al rimborso del valore dell'apporto, anche di entità variabile), quanto su quello amministrativo (...) come su entrambi contemporaneamente». Nello stesso senso v. massima n. 164 del Consiglio notarile di Milano, *Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi* (art. 2346, comma 6, c.c.), ove si legge che «qualora gli strumenti finanziari partecipativi siano privi di diritti patrimoniali di natura partecipativa (diritto all'utile, diritto alla distribuzione delle riserve, diritto al riparto del residuo attivo di liquidazione), la loro qualificazione in termini di strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 2346, sesto comma, c.c., è subordinata alla attribuzione di uno o più diritti amministrativi di natura partecipativa (come ad esempio il diritto di nominare un componente degli organi di amministrazione e/o di controllo, ai sensi dell'art. 2351, quinto co., c.c.)».

la loro emissione, infatti, è lasciata alla volontà dei soci. A questi ultimi non possono essere, quindi, accordati tutti i diritti sociali, inoltre gli apporti con cui vengono liberati non essendo imputabili a capitale non vengono tutelati dal diritto di opzione²²; infine, ad essi non si applicherà la disciplina propria dei conferimenti in ordine al versamento minimo per quelli in denaro ovvero alla procedura di valutazione per i beni in natura o crediti, o ancora l'obbligo della fidejussione bancaria ovvero polizza assicurativa nel caso di prestazioni d'opera o di servizi. Sotto quest'ultimo profilo, si osserva che si tratta di una strada alternativa a quelle più tradizionali, che allarga significativamente le occasioni di investimento giacché l'apporto può consistere in ogni entità suscettibile di una valutazione economica che possa essere utile alla società: si può apportare denaro, crediti, prestazioni di opere e di servizi, obblighi di natura contrattuale, obblighi di *non facere*, *know how*, nonché consulenze di professionisti di ogni settore²³. Sul punto, tuttavia, è necessario precisare che nell'ambito delle società a responsabilità limitata l'oggetto dell'apporto non acquista particolare rilevanza giacché, dalla riforma societaria, il conferimento può essere integrato, oltre che in beni e crediti, in servizi ed opere ma, come detto, nel rispetto di alcuni rigorosi vincoli.

²² Salvo immaginare un diritto di opzione su nuovi strumenti finanziari se qualificato il diritto di opzione come diritto patrimoniale. Sul tema v. M.S. SPOLIDORO, *Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza*, in *Riv. soc.*, 2020, 406 ss., in part. 424, ove l'a., pur ricordando che l'emissione degli strumenti in questione non dà luogo in linea di principio ad alcun aumento di capitale e dunque non risulta soggetta alla disciplina di cui all'art. 2441 c.c., valuta un uso di tali strumenti per investimenti di soggetti particolari, quali lo Stato ovvero enti ad esso assimilabili; in questo caso, onde evitare i problemi che inevitabilmente si verificherebbero al momento del disinvestimento, l'a. immagina una possibile conversione in azioni ordinarie dei medesimi e, di conseguenza, postula l'applicabilità dell'art. 72 della direttiva UE 2017/1132 ove al paragrafo 6 si parla di titoli convertibili in azioni estendendo ad essi la procedura di opzione: «potrebbe ipotizzarsi che gli strumenti finanziari partecipativi siano sottoscritti da soggetti qualificati (istituti finanziari sostenuti dal governo) con clausola di conversione automatica in azioni ordinarie al momento della loro cessione a terzi non altrettanto qualificati; cessione che dovrà avvenire entro un conveniente e predeterminato lasso di tempo (...) eventualmente tramite un'offerta pubblica di vendita, a condizione che – al momento di cedere gli strumenti (...) – sia rispettata la procedura di opzione. (...) In questa prospettiva, gli strumenti finanziari partecipativi convertibili potrebbero essere utilmente presi in considerazione nel rafforzamento patrimoniale delle società italiane per mezzo di procedure più semplici e rapide rispetto a quelle applicabili». Sul punto v. anche M. NOTARI, G. GIANNELLI, (nt. 13), 108, spec. nt. 161.

²³ S. GUIZZARDI, (nt. 9), 576.

3.1. (Segue): *rilevanza pratica e disciplina.*

Paiono emergere in capo all'imprenditore interessi opposti che gli strumenti finanziari sono forse idonei a soddisfare: da un lato, quello di non cedere lo *status* di socio a terzi con i vari rischi di ingerenza nella *governance*, dall'altro lato, quello di entrare in contatto con dei finanziatori in grado di apportare utili risorse finanziarie all'impresa.

L'introduzione di strumenti finanziari partecipativi, così come di categorie di quote, dovrebbe comportare alcune ricadute sistematiche sotto il profilo dell'organizzazione interna della società: la presenza di strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi, pare implicare l'applicazione di un sistema analogo a quello previsto dall'art. 2376 c.c. per le società per azioni con riguardo alla costituzione di assemblee speciali²⁴. Le delibere dell'assemblea generale e le decisioni dei soci non potranno perciò incidere sui diritti incorporati in quei titoli senza il necessario consenso degli interessati: in questo senso, parrebbe opportuno inserire nello statuto una clausola che ricalchi quanto già previsto per le società azionarie. In ogni caso, con riferimento agli argomenti specificamente indicati si aprirebbero per i titolari di strumenti finanziari con diritti di voto le porte dell'assemblea²⁵.

Resta, infine, da segnalare un'ulteriore questione di carattere strettamente procedurale. La laconica disciplina dell'istituto, nel codice ma anche nel decreto crescita *bis*, non indica quale possa essere l'organo competente ad emettere gli strumenti finanziari; d'altro canto riserva espressamente all'atto costitutivo la possibilità di prevedere l'emissione degli stessi²⁶. Si osserva che, so-

²⁴ Sul tema v. N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Le società per azioni*, in *Trattato Cottino*, vol. IV, tomo I, Padova, Cedam, 2010, 343; G. FERRI jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, Giuffrè, 2004, 91.

²⁵ In questo senso, A. PISANI MASSORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1268, in part. 1298; M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, (nt. 13), 86; G. MIGNONE, (nt. 13), 337; A. VALZER, (nt. 13), 500, secondo cui «se la legge ha attribuito al diritto di voto riconosciuto ai titolari di strumenti finanziari partecipativi l'effettiva valenza di concorso attivo all'adozione della decisione sociale è normale concludere nel senso che tale concorso debba avvenire proprio secondo le regole che scandiscono la formazione della volontà sociale».

²⁶ Sul tema è intervenuto il Consiglio notarile di Milano con la massima n. 163, *Competenza all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.)*, che si prefigge lo scopo di chiarire i dubbi relativi alla ripartizione delle competenze tra assemblea degli azionisti e organo amministrativo e precisa che, pure restando ferma, per espressa disposizione normativa (la legge affida allo statuto la disciplina degli aspetti fondanti), la competenza inde-

prattutto nel contesto in esame, l'operazione di emissione e quindi la relativa previsione statutaria dovrebbe essere inserita nell'atto costitutivo al momento iniziale dai soci *founder*, seppure sia possibile introdurla successivamente, giacché laddove l'ambizione della *neo* impresa innovativa sia quella di "raccolgere" investitori evidentemente pare difficile in un momento successivo immaginare una delibera dell'assemblea *ex art.* 2479 c.c., salvo che agli investitori siano offerte prevalentemente quote senza diritto di voto²⁷.

Nell'ambito delle imprese innovative inoltre, considerata l'auspicabile possibilità di avere un'amplia platea di soci meri investitori, sembra, dunque, preferibile che lo statuto attribuisca ai gestori la competenza relativa alla decisione di emissione, individuando lo specifico modello di assunzione di tale delibera²⁸. Laddove, per contro, lo statuto nulla dica sembra, in ogni caso, preferibile la soluzione che riconduce non solo la vera e propria attuazione dell'emissione degli strumenti finanziari nella sfera degli atti gestori, ma anche la decisione stessa di emetterli secondo quanto previsto dallo statuto²⁹.

Sul punto, il modello *standard* per le *start up* innovative s.r.l., all'art. 7.4, introduce due diverse modalità³⁰: l'emissione può essere deliberata con decisione dell'organo amministrativo adottata con il voto favorevole della maggioranza assoluta dei suoi componenti (*e/o*³¹) con decisione dell'assemblea dei soci adottata con il voto favorevole di una maggioranza dei soci che rappre-

rogabile dell'assemblea straordinaria per le modalità e le condizioni di emissione degli strumenti finanziari partecipativi, i diritti che attribuiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni ad essi connesse e la disciplina della loro circolazione, può sussistere la competenza dell'organo amministrativo in relazione alla delibere di emissione degli strumenti finanziari partecipativi nei casi in cui l'assemblea straordinaria abbia già definito in una apposita clausola statutaria il tipo di apporti da acquisire e gli elementi da cui si deduca il massimo grado di potenziale diluizione dei diritti spettanti agli azionisti e ai titolari di strumenti finanziari partecipativi. In tale evenienza la discrezionalità dell'organo amministrativo si riconduce alla decisione del se, quando e in quale misura emettere strumenti finanziari la cui connotazione, per tutti gli aspetti richiesti dalla legge, è stata definita dai soci. Sul tema v. M. NOTARI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, (nt. 13), 1143.

²⁷ Ciò che peraltro sovente avviene soprattutto a fronte di molti investimenti ridotti, come dimostrano i dati statistici raccolti dall'Osservatorio del Politecnico di Milano, Report *Crowdfunding* luglio 2020 reperibile in internet al seguente indirizzo: www.osservatoriocrowdfunding.it.

²⁸ S. GUIZZARDI, (nt. 9), 577, secondo cui, in assenza di una diversa volontà statutaria, la decisione spetta alla competenza dei soci.

²⁹ In senso conforme v. A.R. ADIUTORI, (nt. 9), 807.

³⁰ Sul tema della costituzione *on line* e senza intervento del notaio dopo la sentenza del Consiglio di Stato, 29 marzo 2021, n. 2643, v., *supra*, nt. 11.

³¹ Nel testo non viene indicata la congiuntiva né la disgiuntiva.

sentì almeno la metà del capitale sociale. Lo statuto uniforme redatto dal Ministero, in primo luogo, segnala la possibilità – qualificata espressamente «opzione» – di introdurre un'apposita previsione e, di conseguenza, delinea i due possibili modelli procedurali per l'assunzione della relativa delibera, scegliendo, tra le varie modalità che offre l'ordinamento, due sistemi a collegialità piena.

Sotto il primo profilo, come già si osservava, sarebbe probabilmente opportuno selezionare l'opzione, riservandosi in un momento successivo la decisione in ordine alla concreta utilizzazione della medesima. Per contro, non essendo espressamente specificato, come avviene in altri articoli del medesimo documento³², se si tratti di modalità alternative tra loro, pare necessario affermare che si sia voluto, consapevolmente o meno, lasciare aperta la possibilità per gli operatori di selezionare entrambe le modalità.

Si ripete uno schema utilizzato anche per l'emissione dei titoli di debito, disciplinati nella medesima norma, con le relative problematiche ed incongruenze. Tale ricostruzione pone infatti delicati problemi. *In primis*, si osserva come la complessità della specifica questione, nonché del *format* proposto dal Ministero, stridano con la caldeggiata semplificazione e reclamizzata possibilità di costituire una società senza l'ausilio di un consulente con idonee competenze giuridiche. I promotori dell'iniziativa, dinnanzi ad uno schema "preconfezionato" di non facile lettura per i non addetti ai lavori ed interpretazione (in questo anche per gli addetti ai lavori), dovrebbero saper valutare se inserire o meno la clausola e, poi, se optare o meno per entrambe le soluzioni proposte in relazione all'organo competente per l'emissione.

L'ammissibilità, stando al dato letterale, di una competenza concorrente e disgiunta tra organo deliberativo ed organo amministrativo pare complicare ulteriormente la concreta assunzione della decisione. Si osserva, inoltre, che il Ministero impone un modello di assunzione della decisione basato sul principio della collegialità, tipico delle società per azioni³³: in particolare, si prevede che per la valida assunzione della delibera occorra il voto favorevole della maggioranza assoluta dei componenti dell'organo amministrativo ovvero di una maggioranza dei soci che rappresenti almeno la metà del capitale sociale.

³² Il testo, in molti articoli, impone al compilatore una selezione tra più opzioni, viceversa, in altre ipotesi inserisce due soluzioni diametralmente opposte, per cui l'una esclude l'altra.

³³ S. PATRIARCA, *Le obbligazioni e i titoli di debito*, in *Le operazioni di finanziamento*, opera ideata e diretta da F. Galgano, proseguita e curata da E. Panzarini con A. A. Dolmetta, S. Patriarca, Bologna, Zanichelli, 2016, 1158, secondo cui l'emissione dei titoli in questione configura un momento di gestione necessariamente congiunto. *Contra*, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, Giuffrè, 2010, 1786.

Risultano, dunque, implicitamente escluse le modalità alternative di funzionamento degli organi sociali, anche se le stesse possono essere previste attraverso apposita clausola³⁴.

4. *L'offerta al pubblico tramite crowdfunding degli strumenti finanziari partecipativi: un canale alternativo alla raccolta di risorse finanziarie percorribile dalle società innovative?*

Nel delineato contesto emerge una delicata questione la cui apparente soluzione legislativa non convince. In particolare, ci si domanda se la sollecitazione al pubblico tramite *crowdfunding* debba avere ad oggetto soltanto strumenti rappresentativi del capitale di rischio ovvero di debito o, viceversa, se essa possa coinvolgere anche gli strumenti finanziari partecipativi, soprattutto alla luce del quadro normativo recentemente rinnovato: la Legge di Stabilità 30 dicembre 2018, n. 145, come già ricordato, ha infatti introdotto un'apertura alla sottoscrizione anche di obbligazioni e titoli di debito, seppure nei limiti stabiliti dal codice civile, tramite *crowdfunding*, confermando – così è stato osservato – la limitazione originaria dell'appello alla folla agli strumenti rappresentativi del capitale di rischio³⁵.

Sul punto pare necessario svolgere una premessa sulla complessa figura giuridica degli strumenti finanziari partecipativi. L'inquadramento sistematico della fattispecie ha conseguenze di particolare momento: da questo angolo di visuale occorre, dunque, prendere le mosse per rispondere al primo quesito.

Con la riforma del 2003 si è assistito ad una sorta di “metamorfosi” del sistema degli strumenti finanziari sino ad allora ben individuabili nelle due figure delle azioni, tipici strumenti finanziari partecipativi, da un lato, e delle obbligazioni, strumenti finanziari tipicamente non partecipativi, dall'altro: le prime caratterizzate da una partecipazione al rischio di impresa e senza alcun diritto di rimborso di quanto investito, le seconde, viceversa, aventi di norma ad oggetto il rimborso del capitale dato a prestito oltre all'eventuale remunera-

³⁴ Sul punto si registra un'incongruenza, con riferimento alle modalità di adozione delle decisioni dei soci, rispetto a quanto dispone il successivo art. 14.1.2, metodo assembleare concorrente con quello non collegiale, che stabilisce: «i soci esprimono le proprie decisioni mediante consultazione scritta, ovvero mediante consenso espresso per iscritto, fatta eccezione per le decisioni e nei casi per i quali l'art. 2479, quarto comma, c.c., prevede l'obbligatorietà della decisione assembleare», tra le quali non rientra l'emissione dei titoli di debito.

³⁵ Così V. DE STASIO, *Il crowdfunding*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Bologna, Zanichelli, 2020, **, 2370.

zione. Come efficacemente osservato in dottrina si è compiuto il superamento delle nozioni tipologiche di azione ed obbligazione in una sorta di evaporazione delle nozioni e contrapposizioni tradizionali, che scolorano nella nozione generale di strumento finanziario³⁶.

Su questo scenario si sono innestati, infatti, una serie di meccanismi e nuovi istituti che hanno stravolto l'equilibrio originario. Come noto, è ora possibile creare delle azioni caratterizzate da una partecipazione al rischio d'impresa inferiore a quella di alcune obbligazioni e, per conseguenza, la partecipazione al rischio d'impresa non è più un fattore in grado di distinguere le due nozioni³⁷. In aggiunta a ciò oggi le società per azioni possono emettere i c.d. strumenti finanziari partecipativi, titoli «ibridi»³⁸ posizionabili perfettamente a metà strada tra azioni ed obbligazioni, potendo essere caratterizzati da un elevato grado di partecipazione al rischio d'impresa o, viceversa, avere una connotazione solo finanziaria³⁹: sicché «collocandosi a cavallo tra azioni e obbligazioni essi possono situarsi sia a monte che a valle del confine (già di per sé incerto) che separa il rischio economico delle azioni e delle obbligazioni»⁴⁰.

Uno schema identico si ripete nel contesto delle società a responsabilità limitata innovative che, pure, possono offrire quote, per esempio senza voto e postergate nelle perdite, emettere titoli di debito e anche strumenti finanziari partecipativi dotati di diritti sociali patrimoniali ed eventualmente anche amministrativi. L'ampliamento delle possibilità concesse all'autonomia statutaria e i conseguenti, talvolta ingannevoli, “scambi di ruolo” tra le tre diverse tipologie di strumenti finanziari complicano l'inquadramento sistematico dell'istituto in esame.

Si registra così, anche in questo ambito, un fenomeno di “osmosi” e progres-

³⁶ Così M. STELLA RICHTER jr., (nt. 13), 62.

³⁷ V. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2003, 59; M. MIOLA, (nt. 13), 477; M. NOTARI, *Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi*, (nt. 13), 357; C. RABITTI BEDOGNI, *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, in *Dir. banc. merc. fin.*, Padova, Cedam, 2004, 201.

³⁸ Così C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, Giuffrè, 2012, 505.

³⁹ Sul tema v. A. VALZER, (nt. 13), 490.

⁴⁰ Così M. NOTARI, *Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi*, (nt. 13), 357, ove si legge anche che «il progressivo ampliamento dell'autonomia statutaria ha sfumato le differenze tra azioni ed obbligazioni che oggi possono essere configurate in modo tale da costituire un *continuum*, (...), il sorpasso diventa bruciante nel caso di emissione di para-obbligazioni di cui all'art. 2411 comma 3 c.c. in ordine alle quali venisse prevista anche la partecipazione alle perdite parametrando il rimborso del capitale all'andamento economico della società».

siva erosione delle differenze tra strumenti volti alla raccolta del capitale di rischio ovvero destinati alla raccolta del capitale di debito fino ad arrivare, in taluni casi, ad una situazione di quasi-sovrapposibilità dei due estremi: al centro, e comunque tra i due confini, di questa ricostruzione delle ipotesi che vanno dalle quote ordinarie ai titoli di debito in senso stretto si collocano gli strumenti finanziari partecipativi, rispetto ai quali si può valutare, caso per caso e a seconda del profilo causale dell'operazione sottesa, a quale degli altri due strumenti più si ispirino.

In stretta relazione con le esigenze della società emittente gli strumenti in questione potranno assumere una diversa configurazione essendo riconducibili, da un lato, alla categoria dei mezzi di raccolta del capitale di rischio, dall'altro, alla raccolta del capitale di debito; ne discende, sotto il profilo operativo, l'applicazione di differenti discipline (seppure adattate allo strumento e alla sua regolamentazione statutaria)⁴¹: in tema di possibilità di offerta al pubblico mediante *crowdfunding*, però, le stesse convergono, dunque non si comprende – né pare giustificabile – la scelta di escludere quei prodotti dalle offerte *on line*.

4.1. Rilievi sistematici.

Con la novella del 2019 l'intento del legislatore pare essere stato quello di ampliare le fonti di finanziamento nel settore delle PMI e imprese innovative, o comunque imprese a quelle riconducibili perché investono prevalentemente in esse, sfruttando un meccanismo, il *crowdfunding* appunto, già regolamentato, collaudato e in lenta ma costante espansione⁴². In tal guisa, il gestore di portali, che si trovi in contatto e sia operativo rispetto ad una specifica platea di imprese, ha l'occasione di promuovere per le medesime, su di un'altra sezione dello stesso portale, una raccolta parallela di obbligazioni ovvero titoli di debito.

L'obiettivo perseguito è pregevole: utilizzando risorse già presenti si sostiene la valorizzazione e l'incremento di investimenti in imprese che hanno

⁴¹ Sul punto cfr. M. ZACCHEO, *Una riflessione sugli strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, 389 ss., in part. 395, ove l'a. dopo aver sottolineato che la categoria degli strumenti finanziari integra una figura giuridica complessa che può articolarsi in un ricco ventaglio tipologico, ne deriva, ai fini dell'applicazione della disciplina più adeguata, una «teoria di figure lasciate alla disponibilità dei privati, che risponde agli interessi degli stessi, e che non trova un riferimento in un preciso concetto, ma alle quali si applica una disciplina in ragione della loro funzione».

⁴² V. P. MONTALENTI, (nt. 1), 22.

l'esigenza di sopravvivere e anche crescere, e ciò ancor più nell'attuale congiuntura socio-economica molto delicata. L'estensione della disciplina sino ad includere gli strumenti finanziari in discorso si inquadrebbe perfettamente nel solco delle motivazioni che hanno spinto alla recente modifica.

Alla luce di queste valutazioni e giacché la materia si pone – come è stato efficacemente osservato – in un «limbo di sostanziale indifferenza normativa»⁴³, il “cambio di passo” della normativa sul *crowdfunding* pare deporre nel senso di un'interpretazione favorevole al collocamento anche degli strumenti finanziari partecipativi mediante portali *on line*⁴⁴.

La preferenza per tale soluzione deriva dunque da ragioni di coerenza sistemica: risulta complicato giustificare limitazioni all'offerta di strumenti finanziari partecipativi tramite *crowdfunding* in un contesto completamente mutato, laddove si propongono oramai sia quote che strumenti di debito⁴⁵. Inoltre, come già ricordato, nell'impianto normativo originario tali strumenti sono stati previsti quali meccanismi a sostegno del c.d. *work for equity*, mentre il

⁴³ Così N. CIOCCA, A. GUACCERO, *La raccolta di capitale di rischio delle P.M.I. attraverso i canali tradizionali*, in *Start up e P.M.I. innovative*, diretto da O. Cagnasso e A. Mambriani, Bologna, Zanichelli, 2020, 851, ove, tuttavia, gli aa. segnalano un'implicita esclusione della veicolabilità dell'offerta tramite portali espressamente circoscritta a quote e titoli di debito.

⁴⁴ Prima della Legge di Stabilità 2019 affermavano la possibilità che gli strumenti finanziari potessero formare oggetto di raccolta mediante portali *on line*: N. ABRIANI, *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari delle s.r.l. pmi: possibilità di razionalizzazione del sistema?*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, a cura di P. Montalenti e M. Notari, Milano, Giuffrè, 2020, 87, secondo cui gli strumenti finanziari partecipativi senza diritto di rimborso, emessi a fronte di apporti destinati a rafforzare il patrimonio netto della società, possono essere offerti tramite portali *on line* proprio in quanto strumenti volti a rafforzare i mezzi propri della società; M.L. VITALI, (nt. 16), 393; S. GUIZZARDI, (nt. 9), 578; L. ENRIQUES, *La disciplina italiana uccide il crowdfunding nella culla?*, in *Aspetti giuridici del crowdfunding*, a cura di Mosco, Milano, 2013, 72; A. NIGRO, *Equity crowdfunding e diritto societario*, in *ibidem*, 32. In termini dubitativi E. MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell'evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell'investment based crowdfunding in Europa*, in *Banca, impr., soc.*, 2016, 283 ss., in part. 297.

⁴⁵ In senso differente, N. CIOCCA, A. GUACCERO, (nt. 42), 852, secondo i quali resta esclusa l'offerta degli strumenti finanziari partecipativi sui portali, ma non si può negare la possibilità di ammettere un'offerta di strumenti finanziari partecipativi tramite canali tradizionali da parte di PMI innovative s.r.l. Vedi anche A.R. ADIUTORI, (nt. 9), 830, l'a. ritiene che anche oggi l'ampliamento non possa estendersi sino al punto di ricomprendere gli strumenti finanziari partecipativi prima di tutto in base al chiaro dato letterale e poi anche per le caratteristiche del funzionamento dei portali *on line*. *Contra* O. CAGNASSO, *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto*, in *NDS*, 2018, 915 ss., in part. 918, nega che gli strumenti finanziari partecipativi, emessi dalle imprese innovative, possano essere offerti al pubblico.

crowdfunding veniva regolamentato nell'ottica della folla: ora il profondo cambiamento di prospettiva anche sotto il profilo della destinazione di certe operazioni *on line* solo ad investitori «particolari», se non addirittura professionali, pare condurre a conclusioni differenti.

Peraltro la creazione di categorie di strumenti finanziari solleva le medesime problematiche che si possono riscontrare nella elaborazione delle categorie di quote: si tratta in entrambi i casi di prodotti di investimento che possono divenire “complessi” e presentare diverse configurazioni a seconda della convenienza dell'emittente di pari passo con le esigenze dei fruitori, sicché il meccanismo di offerta *on line*, sotto il profilo della tutela dei destinatari, sembra implicare rischi analoghi⁴⁶. In tale prospettiva, gli obblighi di informazione posti a carico dei gestori e dell'emittente paiono ristorare anche le esigenze di tutela degli eventuali sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi.

4.2. (Segue): *profili interpretativi e de iure condendo*.

Nella medesima direzione potrebbero militare – attraverso un'opportuna ricostruzione del sistema – alcuni dati formali.

L'art. 100-ter, primo comma, T.U.F. prevede che le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali possono avere ad oggetto soltanto la sottoscrizione di *strumenti finanziari* emessi dalle piccole e medie imprese, dalle imprese sociali e dagli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese.

L'art. 1, primo comma, lett. u), T.U.F., include tra i prodotti finanziari, che possono essere oggetto di offerta al pubblico, gli strumenti finanziari e «*ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*»: pare corretto ricondurvi an-

⁴⁶ Cfr. A.R. ADIUTORI, (nt. 9), 830 «si tratta di una forma di collocamento che, pur non assumendo quella di offerta non intermediata e pur presentando affinità con il servizio tradizionale di collocamento degli strumenti finanziari si caratterizza per l'uso di una piattaforma web e quindi per una più immediata fruibilità da parte del pubblico e per una maggiore possibilità di diffusione nel mercato, caratteristiche queste che sembrerebbero non compatibili con strumenti finanziari partecipativi che invece come categoria presentano una certa qual complessità scaturente dalla possibilità che l'ente emittente abbia delineato il contenuto in una molteplicità di forme, (...), rimane tuttavia aperta la possibilità di utilizzare i canali tradizionali di collocamento e, dunque, operando secondo le modalità ordinarie di offerta al pubblico». Sul punto v. N. CIOCCA, A. GUACCERO, (nt. 42), 853, ove si giustifica l'esclusione dai portali degli strumenti finanziari partecipativi con un'esigenza di certezza e quindi di standardizzazione dei prodotti offerti mediante una modalità comunicativa disintermediata.

che gli strumenti finanziari partecipativi⁴⁷. In questo senso, secondo la teoria dei «cerchi concentrici» i prodotti finanziari rappresenterebbero il cerchio più esterno nel quale sono racchiusi tanto gli strumenti finanziari (cerchio intermedio) quanto i valori mobiliari (nucleo)⁴⁸.

Nel settore bancario, l'art. 11, d. lgs. 1° settembre 1993, n. 385, nel vietare la raccolta del risparmio a soggetti diversi dalle banche, esclude dal divieto di raccolta tra il pubblico quella realizzata dalle società, ai sensi del codice civile, mediante obbligazioni, titoli di debito o altri *strumenti finanziari*. Sempre nel medesimo ambito, un provvedimento di Banca d'Italia dell'8 novembre 2016 afferma che sono *strumenti finanziari* di raccolta anche altri strumenti finanziari (oltre ad obbligazioni e titoli di debito) che comunque denominati e a prescindere dall'eventuale attribuzione di diritti amministrativi contengono un obbligo di rimborso.

Tutto confermerebbe la riconducibilità degli strumenti finanziari partecipativi a quegli «*strumenti finanziari*» che possono essere oggetto di offerte al pubblico mediante portali. Elemento costitutivo della categoria degli *strumenti finanziari* è, infatti, la potenziale negoziabilità, ovvero l'idoneità ad essere oggetto di transazione⁴⁹ e gli strumenti finanziari «ibridi» vengono emessi appunto con l'obiettivo di incentivare l'investimento diffuso nelle iniziative imprenditoriali⁵⁰.

In controtendenza, tuttavia, si erge il Regolamento Consob per la raccolta del capitale *on line* ove l'art. 2, primo comma, lett. h) come modificato con delibera n. 21110 del 10 ottobre 2019, espressamente circoscrive la definizione di «*strumenti finanziari*» alle «azioni e le quote rappresentative del capitale sociale o degli OICR e le obbligazioni o i titoli di debito, oggetto delle offerte al pubblico condotte attraverso portali»⁵¹. Si osserva tuttavia che, a differenza delle quote di s.r.l., che non possono essere rappresentate da azioni, a cui è pre-

⁴⁷ Nello stesso senso N. CIOCCA, A. GUACCERO, (nt. 42), 852. V. M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali: le prospettive di riforma*, Bologna, Zanichelli, 2001, 103, ove l'a. segnala un regime di *free bargaining* con riguardo agli strumenti finanziari emettabili dalla società.

⁴⁸ Così V.V. CHIONNA, *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, I, 1.

⁴⁹ Sul tema v., di recente, S. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari*, in *Testo unico finanziario*, a cura di M. Cera, G. Presti, Bologna, Zanichelli, vol. I, 2020, 72 ss.

⁵⁰ Così S. PATRIARCA, (nt. 48), 76.

⁵¹ Nella medesima direzione militano i commi primo-*bis* e primo-*ter* dell'art. 100-*ter* T.U.F., ove l'offerta tramite portali risulta espressamente circoscritta a quote e titoli di debito per le s.r.l.

cluso l'accesso al mercato del capitale e non vengono, tradizionalmente, qualificate come *strumenti finanziari* ovvero valori mobiliari ai sensi della Mifid⁵², gli strumenti finanziari in questione sono per loro natura destinati al mercato e, dunque, per la loro collocazione parrebbe sufficiente la previsione della normativa primaria contenuta nel richiamato art. 100-ter T.U.F.

Infine, l'art. 1, sesto-*bis* comma, T.U.F. equipara nella nozione di "partecipazioni" le azioni, le quote e gli altri strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi o comunque quelli previsti dall'art. 2351, ultimo comma, c.c.

Dall'analisi del quadro normativo, sicuramente fluido, si avverte l'esigenza di un nuovo intervento da parte dell'Autorità di vigilanza che potrebbe rappresentare una buona occasione per coordinare le norme vigenti e far rientrare nella categoria degli *strumenti finanziari* quote, azioni, titoli di debito ed obbligazioni ed anche strumenti finanziari partecipativi: si tratta, in effetti, di prodotti questi ultimi richiamati che si pongono perfettamente in linea con gli strumenti finanziari individuati dal Regolamento Consob. D'altro canto, valorizzando il dato nominalistico comune, si potrebbe pervenire ad un'interpretazione nella direzione prospettata: la denominazione *strumenti finanziari* designa, in effetti, una categoria di portata generale in grado di identificare tutti gli strumenti di raccolta del risparmio destinati a scopi produttivi⁵³.

4.3. (Segue): *rilievi di opportunità*.

La proposta ricostruzione della possibilità di offrire gli strumenti finanziari partecipativi tramite *crowdfunding* si fa preferire anche nell'ottica dei vantaggi che potrebbero derivare alle imprese emittenti. In questa prospettiva, si osserva che l'emissione degli strumenti finanziari partecipativi consente il rafforzamento della struttura patrimoniale e finanziaria attribuendo un altro canale di finanziamento attraverso il riconoscimento, in cambio di nuove risorse, di diritti patrimoniali e amministrativi, peraltro senza toccare gli equilibri di governo interni, salvo diversa volontà⁵⁴: è, per conseguenza, in-

⁵² Per la tesi secondo la quale la quota di s.r.l., in presenza di certe condizioni, sia qualificabile come valore mobiliare, v. E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 2019, 675 ss.

⁵³ In questo senso, M. ZACCHEO, (nt. 40), 395; S. PATRIARCA, (nt. 48), 89; C.E. PUPO, *La categoria generale degli strumenti finanziari nella disciplina codicistica della società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, 441 ss., in part. 446. Sul tema v. M.L. VITALI, (nt. 16), 394, propone una lettura sostanziale del dato regolamentare.

⁵⁴ Cfr. U. MINNECI, (nt. 16), 522, l'a. suggerisce l'opportunità di un «ulteriore articolazione

negabile che la possibilità di un'ulteriore estensione della platea dei finanziatori, mediante l'uso del *web*, renderebbe ancor più interessante la previsione di emissione dei medesimi.

Nella fase iniziale, peraltro, potrebbe essere più conveniente procedere per questa strada piuttosto che avviare un *round* tradizionale di *equity*, considerata la difficoltà di una valorizzazione preventiva delle quote laddove il *business* non sia ancora consolidato.

Ad ulteriore conferma della “bontà” della soluzione si osserva che in altri ordinamenti, da sempre, il collocamento tramite *crowdfunding* può avere ad oggetto *securities* di ogni tipo: in particolare, in Germania il fenomeno dell'offerta dei cd. *Genußrechte*, strumenti finanziari elaborati nella prassi ed avvicinati ai nostrani strumenti finanziari partecipativi, costituisce l'ipotesi tipica di sollecitazione all'investimento sui portali *on line*⁵⁵. D'altro canto l'esperienza americana conferma un'identica tendenza con riferimento alla possibilità di offrire i c.d. *SAFE, simple agreements for future equity*, si tratta di contratti – in qualche misura e a certe condizioni – avvicinati agli strumenti finanziari partecipativi quando costruiti come strumenti di *semi-equity*⁵⁶.

della struttura finanziaria dell'emittente in modo da rivitalizzare i titoli di debito se non addirittura generalizzare i c.d. strumenti finanziari partecipativi».

⁵⁵ I *Genußrechte* sono strumenti di finanziamento «ibridi», costruibili in variegati modi ed incorporati in un documento idoneo ad attribuire una serie di diritti patrimoniali tipici delle azioni, seppure gli apporti con cui essi vengono liberati non costituiscono capitale sociale. Sul tema dell'offerta dei *Genußrechte* tramite *crowdfunding* v. N. ABRIANI, (nt. 43), 88; D. LEUE-RING, D. RUBNER, *Prospektpflicht des Crowdfunding*, in *NJW-Spezial* 2012, 463.

⁵⁶ I *SAFE* sono contratti molto utilizzati nella prassi dalle *technology companies* nella Silicon Valley, in particolare, si tratta di una sorta di strumento di finanziamento che attribuisce all'investitore il diritto futuro ad acquisire quote di partecipazione, di norma privilegiate, delle *start up*, sul tema e per ulteriori indicazioni v. P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, (nt. 4), 383. In ordine alla possibilità di offrirli mediante *crowdfunding*, v. A. SCHWARTZ, *Crowdfunding Issuers in the United States*, in *Journal of Law & Policy*, vol. 61, 2020, 158, ove l'a. sottolinea che «although it is often called equity crowdfunding companies may offer any type of security whether comm stock bonds or even safe»; ID., *Crowdfunding Securities*, in *Notre Dame Law Review*, vol. 88, 3, 2013, 1457 ss. In relazione ai rischi di questo tipo di investimento v. J.M. GREEN, J.F. COYLE, *Crowdfunding and the Not-So-Safe Essay*, in *Virginia Law Review Association*, 2016, 168; D.M. IBRAHIM, *Underwriting Crowdfunding*, in *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, vol. 25, 2, 2020, 289; ID., *Crowdfunding signals*, in *Georgia Law Review*, vol. 53, 1, 2018, 197; J. WROLDSEN, *Crowdfunding Investment Contracts*, in *Virginia Law and Business Review*, vol. 11, 3, 2017, 543.

4.4. (Segue): *profili operativi*.

Sotto il profilo operativo, trattandosi di uno strumento flessibile a forma libera e il cui contenuto può essere determinato in base alle esigenze delle parti ed in funzione degli obiettivi perseguiti, occorre ipotizzare la struttura più “fruibile” nell’ambito di operazioni di offerta mediante *crowdfunding*.

Preliminarmente, si segnala che tali strumenti per un’offerta *on line* dovrebbero essere liberati esclusivamente mediante apporti in denaro e costruiti “per categorie” secondo modalità *standard*⁵⁷, inoltre per essere appetibili a soggetti meri finanziatori dovrebbero conferire diritti patrimoniali partecipativi disegnati sulla falsariga di quelli tipici di uno strumento di *equity*.

Quanto alla legge di circolazione, sarebbe opportuno prevederne la libera trasferibilità, nonché la convertibilità in quote che potrebbe garantire occasioni di disinvestimento (conversione automatica al ricorrere di determinati eventi ad es. la quotazione in borsa dell’impresa)⁵⁸.

Tra i titolari degli strumenti finanziari partecipativi e la società emittente si instaura un rapporto giuridico regolato dal contratto sociale assimilabile a quello tipico dei soci: accanto, dunque, ai soci fondatori, ideatori del *business*, e ai soci finanziatori, titolari di quote standardizzate acquistate sul *web*, emergerebbe una categoria di “*para-soci*” titolari di strumenti di “*para-equity*”⁵⁹.

D’altro canto, si potrebbe immaginare la creazione sul portale di una nuova sezione dedicata all’offerta di questi strumenti: in effetti, come noto, il portale è strutturato in sezioni, quella originaria è deputata all’offerta del capitale di rischio, ai sensi dell’art. 13, quinto-*quater* comma, Reg. deve poi essere istituita una sezione per l’offerta di obbligazioni e titoli di debito ed, infine, l’art. 25-*bis* Reg. prevede la possibilità di creare una terza sezione destinata alla bacheca elettronica su cui possono essere pubblicate le manifestazioni di interesse alla compravendita di strumenti finanziari che siano oggetto di offerte concluse con successo nell’ambito di una campagna di *crowdfunding* svolta sul medesimo portale.

Sul versante dei titoli per cui sia stabilito un rimborso e che, di conseguenza, comportano un vero e proprio indebitamento per la società, nel contesto delle imprese innovative s.r.l., si segnala la questione della legittimità degli strumenti finanziari «comunque denominati», ex art. 2411, terzo comma, c.c.,

⁵⁷ Sul punto v. A. VALZER, (nt. 13), 492.

⁵⁸ V., *infra*, par. 4.5.

⁵⁹ Con riferimento alle s.p.a. v. M. NOTARI, *Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi*, (nt. 13), 1143, ove l’a. definiva i titolari di strumenti finanziari partecipativi come «“parti” del contratto sociale, pur non titolari di azioni, bensì come “soci non azionisti”».

che la società per azioni, al fine di acquisire risorse, può sempre emettere e che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della stessa emittente⁶⁰. Si tratta di un'operazione sostanzialmente di finanziamento e quindi dell'emissione di titoli alternativi alle obbligazioni, a cui si applicheranno le relative regole⁶¹.

Nella s.r.l. innovativa, la configurabilità di questi strumenti deve pertanto ritenersi assorbita dalla disciplina dei titoli di debito e dall'ampia autonomia concessa ai soci nel modellarli⁶², viceversa, si violerebbero i paletti fissati dal legislatore per l'emissione di quei titoli, *in primis* il taglio minimo⁶³ e i vincoli relativi alla prima sottoscrizione da investitori istituzionali soggetti a vigilanza prudenziale i quali rispondono della solvenza della società nel caso di successiva circolazione dei titoli stessi. Per conseguenza l'offerta sul mercato primario da parte di imprese innovative di strumenti finanziari strutturati come titoli di debito non è offerta al pubblico – in quanto rivolta esclusivamente a investitori “qualificati” ai sensi dell'art. 100, primo comma, lett. a), T.U.F. – ma ora può comunque essere effettuata attraverso portali di *crowdfunding* ai sensi del nuovo art. 1, quinto-*novies* comma, T.U.F.⁶⁴.

⁶⁰ Sul tema v. M. MIOLA, (nt. 13).

⁶¹ Sul punto cfr. M. ZACCHEO, (nt. 40), 397, secondo cui «la libertà di elaborare strumenti finanziari, di cui all'art. 2346, comma 6, c.c., incontra il limite invalicabile fissato dall'art. 2411, comma 3, c.c.: nel senso che quella libertà cede di fronte ad una precisa valutazione del legislatore, che ha inteso applicare direttamente la disciplina delle obbligazioni al caso in cui lo strumento finanziario condizioni il rimborso all'andamento economico della società», conclude dunque affermando la necessità di «salvaguardare ipotesi tra loro del tutto coincidenti quanto alla funzione, al fine di evitare ingiustificate disparità di trattamento di situazioni tra loro del tutto identiche».

⁶² Nello stesso senso P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, (nt. 4), 409, spec. nt. 206, ove si legge: «non rinveniamo sufficienti elementi testuali per sostenere (...) che l'art. 2483 c.c. non si applichi agli strumenti finanziari privi di caratteristiche partecipative (...) emessi da s.r.l. *startup* e PMI innovative, la cui fattispecie andrebbe perfettamente a coincidere con quella dei titoli di debito». Con riferimento al «trapianto» degli strumenti finanziari nel contesto delle innovative s.r.l., parla di «crisi di rigetto» nel rapporto con i limiti all'emissione di titoli di debito, M. NOTARI, (nt. 10), 258.

⁶³ La delibera CICR, 19 luglio 2005, n. 1058, riguardante la raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche, dopo aver ricompreso all'art. 3 i titoli di debito di s.r.l. tra gli altri strumenti finanziari di raccolta del risparmio, all'art. 5 stabilisce, in via generale, che gli strumenti finanziari di raccolta del risparmio, diversi dalle obbligazioni, sono emessi con un taglio minimo unitario non inferiore a cinquantamila euro. Sulla disciplina dei titoli di debito, di recente, v. M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba e G. Marasà, Milano, Giuffrè, 2020, 1275.

⁶⁴ In questo senso N. CIOCCA, A. GUACCERO, (nt. 42), 853. Sul tema v. anche U. MINNECI, *La raccolta “alternativa” di capitale di debito da parte delle pmi*, in *La società a responsabili-*

Sul punto emergono alcuni profili critici. Il Regolamento Consob insistentemente richiama i limiti posti dall'art. 2483 c.c. e dalle leggi speciali applicabili⁶⁵, nello stesso tempo aprendo la platea dei sottoscrittori di tali strumenti di debito fino ad includervi investitori non professionali, seppure “*wealthy*”⁶⁶. Il rimando ai vincoli normativi pare però riflettersi sui margini di manovra che restano angusti per i primi sottoscrittori, laddove questi siano investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale: essi, infatti, sono responsabili per la solvenza dell'emittente nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali e che non siano soci. Tale ultima previsione va necessariamente calata ed adeguata al contesto sotto osservazione. In merito si osserva che i c.d. investitori “a supporto delle PMI”, così come i *retail wealthy*, pur non rientrando nella categoria degli investitori professionali, sono di fatto, agli stessi equiparati dalla Consob in termini di conoscenze ed informazioni, giacché risultano esperti e qualificati rispetto alla tipologia di investimento; d'altro canto, nelle innovative i soci, meri investitori, potrebbero essere titolari di categorie di quote con diritto di controllo ridotto, se non quasi annullato, si potrebbe creare, in tal guisa, un'ingiustificabile disparità di trattamento ed evidenti problemi di funzionamento.

In ogni caso, la severa previsione, rende quantomeno complicata, se non

tà limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi, Scritti in onore di O. Cagnasso, a cura di M. Irrera, Torino, Giappichelli, 2020, 247 e segg. Si è già avuto occasione per rilevare che il finanziamento mediante obbligazioni e strumenti finanziari di debito tecnicamente non può essere ricompreso nel c.d. *equity based crowdfunding*, così come diviene più complicato ricondurre l'operazione di offerta di titoli di debito al «finanziamento della folla», giacché risulta espressamente riservata ad investitori professionali o comunque a particolari categorie di investitori: pare, dunque, preferibile parlare in questi casi di *debt crowdfunding*, v. A. BOLLETTINARI, E. FREGONARA, (nt.16), 902.

⁶⁵ V. artt. 16, primo comma, d-*quater*; 15, primo comma, d-*bis*; 14, primo comma h-*bis*; art. 13, terzo-*bis* comma e quinto-*quinquies* comma, Reg. Consob.

⁶⁶ L'art. 24, secondo-*quater* comma, Reg., nella sua ultima versione che risale all'ottobre 2019, prevede che il gestore assicura che la sottoscrizione di obbligazioni e *titoli di debito* sia riservata, nei limiti stabiliti dal codice civile, oltre che agli investitori professionali (*i.e.* fondazioni bancarie, e incubatori di *start up* innovative, che assumono il ruolo di *anchor investors* nel perfezionamento delle offerte di *equity crowdfunding*), agli investitori a supporto delle PMI, di cui all'art. 24, secondo comma, Reg. Consob, nonché ai clienti *retail* di tipo *wealthy*, ovvero coloro che detengono un portafoglio finanziario, compresi i depositi di denaro, per un controvalore superiore ad € 250.000, coloro che si impegnano ad investire almeno € 100.000 in offerte della specie, nonché dichiarino per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare per l'impegno a investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto, infine, investitori *retail* che hanno un patrimonio finanziario in gestione presso gli intermediari finanziari autorizzati al relativo servizio di investimento.

del tutto irrealizzabile, l'operazione, nonché l'effettiva appetibilità di strumenti per i quali il taglio minimo di emissione risulta molto elevato in rapporto alle caratteristiche e all'eventuale inadeguatezza sotto il profilo delle conoscenze dei possibili successivi finanziatori di imprese che, di norma, si trovano nella fase di avvio e, spesso, con un *business* non ancora consolidato⁶⁷, anche se nulla esclude che una buona idea di *business* riesca, sin dagli esordi, a coinvolgere investitori *professionali* o, comunque, "sofisticati".

I titoli di debito, e di conseguenza gli strumenti finanziari partecipativi strutturati come quelli, paiono rappresentare forme di investimento "di nicchia", adatte per operazioni di finanziamento più mirate su specifici investitori, *business angels* e *venture capital*, e, forse, meno idonee per una campagna "diffusa" di offerta sul *web* mediante portali *on line*.

Infine, come già osservato, la Relazione al Decreto segnala che l'adozione di questa modalità operativa, *i.e.* emissione di strumenti finanziari partecipativi, risponda – principalmente – all'esigenza di alleggerire la società di alcuni costi di gestione, consentendo, invece, il compenso di collaboratori, fornitori e consulenti attraverso questo differente canale: in quest'ottica, il profilo da privilegiare nella ricostruzione della fattispecie dovrebbe essere quello patrimoniale. Laddove gli strumenti finanziari partecipativi siano emessi dunque per soddisfare un'esigenza di *work for equity*, e quindi per introdurre apporti consistenti in prestazioni specifiche, è escluso l'interesse ad offrirli sul *web* e, di nuovo, si tratterà di operazioni di finanziamento "individualizzate".

4.5. (Segue): *la configurazione degli strumenti sotto il profilo patrimoniale e amministrativo.*

Si postula che gli interessati alla sottoscrizione degli strumenti emessi da imprese innovative ed offerti sul *web* potrebbero essere dei meri finanziatori e alla luce di questa considerazione pare da prediligere l'aspetto patrimoniale nella creazione dei medesimi.

Gli operatori hanno piena libertà nella costruzione degli strumenti: la remunerazione potrà essere integrata da una somma di denaro fissa o percentuale calcolata sul valore dell'apporto ovvero sugli utili dell'impresa – ma, per le *start up* innovative, parrebbe compatibilmente con il divieto di distribuzione

⁶⁷ Sicché avendo a mente i limiti di fatturato annuo fissati per le *start up* (cinque milioni) e le PMI innovative (cinquanta milioni), pare più verosimile il fatto che siano le seconde a sfruttare questa opportunità.

degli utili che le caratterizza⁶⁸ – o di un affare o di un settore determinato dell’attività, ovvero ad indici fissi; potrà essere anteposta (o postergata) a quella che spetta ai soci⁶⁹.

I diritti patrimoniali degli strumenti finanziari possono essere legati, in tutto o in parte, all’andamento della società con la conseguenza che i titolari sono esposti al rischio di impresa⁷⁰: detto rischio può riguardare, oltre al profilo del diritto alla remunerazione, anche quello della restituzione dell’apporto. In questa prospettiva, appare necessario distinguere l’ipotesi in cui sia previsto il rimborso dell’apporto da quello in cui ciò manchi⁷¹ e in quest’ultimo caso si profila l’esigenza di una specifica disciplina statutaria per la partecipazione alle perdite⁷²: in particolare, si tratterebbe di strumenti finanziari partecipativi da classificare come *equity instruments*, al pari delle quote, che daranno origine a «riserve targate»⁷³.

Tra i diritti patrimoniali emergono poi il diritto al riparto del residuo attivo di

⁶⁸ Secondo A.R. ADIUTORI, (nt. 9), 812, la partecipazione agli utili degli strumenti finanziari partecipativi nella *start up* innovativa non può essere subordinata ad una preventiva delibera di distribuzione degli utili se si ritiene riconducibile la fattispecie alla figura dell’associazione in partecipazione con la quale condivide la dazione di un apporto e nella quale l’associante attribuisce all’associato una partecipazione agli utili senza che sia richiesta alcuna delibera (quando l’associante sia una società); la coerente conseguenza dell’affermazione di un diritto del titolare degli strumenti finanziari partecipativi agli utili, una volta che questi siano stati prodotti e prima ancora che sia decisa la loro destinazione, è che egli risulta creditore per gli utili maturati e che dunque la loro percezione non confligge con il divieto di cui all’art. 25, secondo comma, lett. e), d. lgs. n. 179/2012, ove il legislatore si riferisce alla distribuzione di utili invero vietata, espressione che non allude certamente alla posizione del creditore qualora il suo corrispettivo consista in una partecipazione all’utile. Viceversa se per effetto di una scelta dell’atto costitutivo la remunerazione dovesse essere condizionata ad una delibera di distribuzione degli utili il riconoscimento di tale diritto potrà avvenire solo dopo la scadenza del periodo di incubazione. Nessun problema si pone per le PMI innovative per le quali non sussiste il divieto in questione.

⁶⁹ Così N. ABRIANI, (nt. 24), 341.

⁷⁰ Così A.R. ADIUTORI, (nt. 9), 812.

⁷¹ V., la massima n. 164 del Consiglio notarile di Milano, cit., ove si legge che: «Gli strumenti finanziari partecipativi emessi ai sensi dell’art. 2346, comma 6, c.c., possono prevedere o meno, a carico della società, l’obbligo di rimborso dell’apporto o del suo valore. Nel primo caso, l’obbligo di restituzione comporta l’iscrizione di una voce di debito nel passivo dello stato patrimoniale; nel secondo caso, invece, l’apporto comporta l’iscrizione di una riserva nel patrimonio netto della società nella misura in cui esso sia iscrivibile nell’attivo dello stato patrimoniale o nella misura della riduzione del passivo reale».

⁷² Sul tema v. A.R. ADIUTORI, (nt. 9), 815 ss.

⁷³ Così M.S. SPOLIDORO, (nt. 22), 423.

liquidazione, il diritto alla distribuzione delle riserve a cui va aggiunto il diritto di conversione in quote⁷⁴. Sotto quest'ultimo profilo, pare compatibile con il sistema, ed interessante, l'assegnazione a tali strumenti di un diritto di conversione in quote, *i.e.* categorie di quote, al verificarsi di successivi eventi, nello scenario in cui la *start up*, incrementi la propria valutazione⁷⁵: la soluzione prospettata trova la sua *ratio* nella possibilità di consentire ai finanziatori di tramutare il proprio investimento acquisendo una quota di partecipazione al capitale di rischio ad un prezzo vantaggioso laddove l'impresa avesse "spiccato il volo".

L'investimento in strumenti finanziari convertibili potrebbe rappresentare, per gli investitori, informati e in grado di valutare le potenzialità dell'iniziativa economica innovativa, un passaggio intermedio in attesa che sia meglio definito il valore del *business* e delle relative quote, nonché, come già detto, presentare un cambio conveniente al momento della conversione⁷⁶. Lo strumento finanziario partecipativo, funziona bene se ha i necessari ingredienti tecnici, dalla combinazione dei quali dipende l'esito della sua funzionalità: sconto a cui avviene la conversione in *equity*; valore minimo a cui può avvenire la conversione; valore massimo oltre il quale la conversione diventa "a tutto sconto";

⁷⁴ V. la massima n. 166 del Consiglio notarile di Milano, *Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni* (artt. 2346, comma 6, c.c.), ove si riconosce espressamente che la disciplina degli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, sesto comma, c.c. possa prevedere la loro conversione in azioni di nuova emissione. Sul punto v. Trib. Napoli, 24 febbraio 2016, in *Giur. comm.*, 2017, II, 717, con nota di C. Di Noia-R. Restuccia, *Brevi note sull'applicabilità della disciplina del capitale sociale agli strumenti finanziari partecipativi "a tutto rischio"*, vedila anche in *Società*, 2016, 976 ss., con note di M. Lamandini, *Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità nella partecipazione alle perdite*, e M. Palmieri, *La partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari ex art. 2346, comma 6, c.c. convertendi in azioni*.

⁷⁵ Sul tema, P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, (nt. 4), 409 secondo i quali nelle s.r.l. *start up* e PMI innovative è permessa «l'emissione di strumenti finanziari convertibili sottratti all'applicazione dell'art. 2483 c.c., mancando la *eadem ratio*, se con contenuto "partecipativo"»; N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *RDS*, 2019, 501 ss., in part. 511; I. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*, in questa *Rivista*, 2014, 17 ss., in part. 18; S. GUIZZARDI, (nt. 9), 576. Sul punto l'Agenzia delle Entrate (risp. n. 96/2019) ha ritenuto agevolabile, mediante il riconoscimento di un beneficio fiscale di una deduzione sul reddito di una somma pari al 30%, esclusivamente l'investimento in strumenti finanziari partecipativi che prevedono clausole di convertibilità in quote di *start up* innovative, a condizione che la conversione abbia effettivamente luogo.

⁷⁶ V. P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, (nt. 4), 411, ove gli autori segnalano che anche nella prassi *Venture Capital* sia per il *seed debt*, sia per il *seed equity*, sia per il *SAFE, simple agreement for future equity* (rispetto al quale il titolare effettua un apporto che non viene qualificato né come conferimento a capitale né come erogazione di mutuo e a fronte del quale il titolare acquista la possibilità di divenire automaticamente socio dell'emittente in caso di futuro aumento del capitale), il tasso di conversione prevede un forte sconto.

tempo entro il quale l'evento che determina la conversione deve avverarsi, pena la conversione al valore minimo⁷⁷. In ogni caso, occorre considerare il fatto che in quest'ipotesi l'emissione degli strumenti finanziari convertibili deve rispettare le previsioni in tema di conferimenti⁷⁸.

L'art. 26, settimo comma, d. lgs. n. 179/2012 riecheggia l'art. 2346, sesto comma, c.c., pur non ricalcandolo alla lettera, non sono infatti richiamati quei poteri di *voice* forte previsti dall'art. 2351, quinto comma, c.c.: tuttavia l'esplicito divieto di voto – replicato ed adattato al diverso contesto normativo – nelle decisioni e nelle assemblee dei soci, pare, *a contrario*, ammettere il diritto di *voice* su argomenti specificamente indicati, quando previsto nell'atto costitutivo.

In relazione ai diritti amministrativi, è però certamente opportuno valutare la compatibilità delle s.r.l. innovative con la creazione di strumenti finanziari a cui sia riservata, secondo modalità stabilite nell'atto costitutivo, la nomina di un componente «indipendente» dell'organo di gestione ovvero di controllo.

In quest'ottica, seppure il parallelismo che il legislatore ha voluto ricreare tra le imprese innovative s.r.l. “modificate” e le s.p.a., sotto il profilo della struttura finanziaria, legittima la soluzione positiva, alla luce delle riflessioni svolte in ordine alla funzione dell'istituto nel contesto in esame, pare che permettere a soggetti diversi dai soci di influire in modo così penetrante sull'assetto degli organi sociali sia complicato⁷⁹. Ne discenderebbe una peculiare ricostruzione delle s.r.l. innovative “aperte”: predisposte per accogliere fonti finanziarie di tipo *para* azionario, ma, nello stesso tempo, protese a conservare un nucleo originario e caratterizzante il tipo –, con una struttura partecipativa “su doppio livello”, quello interno, rappresentato dai soci ordinari con poteri gestori forti, quello esterno, viceversa, a cui accedono gli investitori con diritti necessariamente “depotenziati”⁸⁰. In questo senso, l'autonomia statutaria svolge un ruo-

⁷⁷ M. COSTABILE, A. NEGRI CLEMENTI, *Uno strumento innovativo per le startup*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 agosto 2020.

⁷⁸ V. massima n. 166 del Consiglio notarile di Milano, cit.

⁷⁹ Differentemente, nella prassi delle s.r.l. *VC-backed* si assiste di frequente alla previsione, tra gli altri strumenti di tutela contrattuale, anche di diritti di nomina di componenti dell'organo amministrativo, v. P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, (nt. 4), 381.

⁸⁰ Sul punto v. M. CIAN, *Le società start up innovative. Problemi definitivi e tipologici*, in *AIDA*, 2013, 409 ss., in part. 425, ove l'a. afferma che la soluzione del ricorso all'analogia sembra suffragata dall'identità funzionale della disciplina speciale con il modello azionario, in questo senso la concisione del testo introduce semplicemente e puramente una lacuna. Ma v. ancora M. CIAN, (nt. 9), 1194, ove l'a. propone una lettura più restrittiva, affermando che «se si è disposti ad accogliere la tesi per cui la s.r.l. innovativa è destinata a conservare comunque alcuni elementi focali del modello di diritto comune, nella sua struttura partecipativa, senza potersi trasfigurare in una società per azioni sotto falso nome, è probabilmente più coerente

lo “chiave” nel rafforzamento della posizione dei soci imprenditori e nella conseguente sterilizzazione dei diritti amministrativi riconducibili ai titolari di strumenti finanziari partecipativi.

Nella medesima prospettiva, sembrerebbe che non possano ammettersi in capo ai portatori di strumenti finanziari partecipativi diritti la cui ampiezza ed incisività sia incompatibile con il sistema: sembra dunque difficile concepire, in questo ambito, in capo ai titolari di questi strumenti, alcuni diritti amministrativi che paiono sovrabbondanti e pericolosi, quali un diritto di controllo “ampio” ex art. 2476, secondo comma, c.c., il diritto di denuncia ai sensi dell’art. 2477, ultimo comma, c.c., così come un diritto di voto su operazioni rilevanti; viceversa, si potrebbe pensare ad un diritto di voto limitato a certi argomenti che toccano gli interessi dei sottoscrittori, fermo restando il divieto di voto generalizzato per le decisioni dei soci e per le assemblee.

Per le stesse motivazioni sembra da escludersi anche il diritto di *voice* rispetto ad argomenti di carattere gestorio che restano riservati agli amministratori e, attraverso i soli schemi previsti dall’art. 2479, primo comma, c.c., ai soci delle società a responsabilità limitata.

Per contro, immaginando un’operazione di finanziamento pure sul web ma rivolta a particolari categorie di investitori – che possono risultare determinanti per una rapida crescita del *business* – si potrebbe ipotizzare l’attribuzione ai medesimi di tutti i diritti che consentono manovre gestorie significative come accade per il *venture capital*.

5. PMI non innovative e strumenti finanziari partecipativi: un’ulteriore via di finanziamento?

Il tema degli strumenti finanziari partecipativi presenta un altro profilo che merita oggi di essere approfondito. Sul punto, occorre porsi due domande: la mancata estensione a tutte le PMI s.r.l., dunque anche non innovative, della possibilità di emettere gli strumenti finanziari partecipativi è frutto di una scelta ponderata del legislatore? E ancora: l’attuale mutamento della cornice entro cui si innestano questi strumenti impone anche una rivisitazione delle soluzioni eventualmente proposte *ab origine*? Si tratta, come si annunciava, di un pro-

orientarsi verso la soluzione più restrittiva». Attraverso altra strada perviene ad una risposta negativa S. GUIZZARDI, (nt. 9), 576, secondo cui gli strumenti finanziari in questione non possono comprendere un diritto di voto su argomenti determinati o il diritto di nomina di un membro del consiglio di amministrazione, giacché il diritto di voto è precluso in modo esplicito per tutte le decisioni di cui al 2479 c.c.

blema che pare rimasto “in sospeso” nella penna degli autori dei recenti rimaneggiamenti normativi e sul quale è opportuno soffermarsi.

Come noto, il d.l. 24 aprile 2017, n. 50 ha rivoluzionato il mondo delle società a responsabilità limitata giacché la stragrande maggioranza di esse è classificabile come PMI ed oggi tutte le PMI s.r.l. hanno accesso alle regole in deroga originariamente introdotte per le sole s.r.l. *start up* innovative. Tale significativa novità, tuttavia, non ha interessato la disposizione che prevede in capo alle imprese innovative la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi: nel settimo comma dell’art. 26, d.l. n. 179/2012 le parole «*start-up* innovative» non sono state sostituite con l’espressione «PMI» e, per conseguenza, in forza del chiaro dato letterale è parso inapplicabile alle PMI non innovative⁸¹.

Non tutti gli interpreti, tuttavia, sono giunti alle medesime conclusioni sul punto: vi era chi, sin da subito, aveva considerato l’assenza del richiamo come un «mero refuso di nessun rilievo operativo»⁸².

⁸¹ L’art. 57 del d.l. 24 aprile 2017, n. 50 ha modificato espressamente i commi secondo, quinto e sesto (e di riflesso anche al terzo comma) dell’art. 26 del d.l. n. 179/2012: l’omesso rinvio al comma sette dell’art. 26, in una norma che contiene richiami a specifici commi, non pare poter essere attribuita ad un semplice refuso del legislatore, ma è indice di una sua presa di posizione, così O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (p.m.i.)*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Carlo Ibba e Giorgio Marasà, Milano, Giuffrè, 2020, 125. Nello stesso senso, v. M. NOTARI, (nt. 10), 258; P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della “nuovissima” s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1441 ss., in part. 1452; A.R. ADIUTORI, (nt. 9), 802; N. ABRIANI, (nt. 43), 88; E. CUSA, (nt. 51), 679 spec. nt. 14; CONSIGLIO NAZIONALE NOTARIATO, Studio n. 101-2018/I, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, 6 spec. nt. 8.

⁸² Così A. BUSI, *Le modifiche statutarie per la gestione del crowdfunding*, in *Soc. contr., bil. rev.*, 2018, 2, 6 ss., in part. 9, secondo cui «la srl PMI può emettere strumenti finanziari visto che l’intervento sostitutivo del termine *innovativa* con il termine *PMI* realizzata dal d.l. 50/2017 in soccorso dell’intervento zoppo già realizzato con l’art. 1 co. 70 della l. 232/2016 serviva solo a superare “espressamente” una serie di divieti codicistici contenuti in norme a valenza proibitiva (art. 2468, 2474 c.c.), il cui implicito (o tacito che dir si voglia) superamento non sembrava legislativamente del tutto corretto, anche in considerazione della distinzione tra strumenti finanziari e quote di srl, mantenuta nel nuovo testo dell’art. 100 *ter* del TUF, che definisce queste ultime più genericamente come “*prodotti finanziari*”. Detto intervento anti-proibizionista non sembrava e non sembra necessario per l’emissione di strumenti finanziari, originariamente non previsti nel Codice per le srl e quindi di conseguenza non vietati dal Codice nelle norme inerenti le srl. Per ritenere ammissibile l’emissione degli strumenti finanziari era pertanto forse già sufficiente il disposto dell’art. 1 co. 70 l. 232/2016. Il vero problema per l’emissione di strumenti finanziari da parte di srl PMI era, viceversa, l’originario disposto dell’art. 100 del TUF che non prevedeva tra i soggetti emittenti la srl PMI. Tale problema sembra essere ora risolto dalla nuova formulazione dell’art. 100 *ter* co. 1 TUF». Nello stesso senso, di

Probabilmente in allora si è trattato di una scelta del legislatore che, però, risulta incomprensibile nel rinnovato contesto normativo. Il silenzio delle norme conferma che la relativa operazione di emissione non è vietata. Pare, infatti, che si stia completando un importante cambiamento dell'impianto tradizionale annunciato dall'introduzione nel nostro ordinamento della regolamentazione di *start up*, PMI innovative e *crowdfunding*, proseguito con il d.l. 50/2017, che ha importato in tutte le s.r.l. PMI la struttura finanziaria *para*-azionaria in origine destinata solo alle imprese innovative, e *quasi* concluso con la legge bilancio 2019, che ha esteso la possibilità di offerta sui portali *on line* ai titoli di debito: a questo punto, a giudizio di chi scrive, manca ancora un tassello.

In effetti, il requisito della «innovatività» dell'oggetto sociale conserva un valore residuale molto ridotto; in particolare, sul versante del diritto societario ha perso terreno vista la quasi completa estensione dell'impianto normativo in deroga – originariamente destinato alle solo *start up* innovative – a tutte le PMI s.r.l.: resta esclusa tuttavia proprio la possibilità di emettere gli strumenti finanziari partecipativi che, stando ai dati letterali, parrebbe una prerogativa riservata all'innovazione.

Se potessimo rappresentare lo scenario attuale con una tabella vedremmo che *start up* e PMI innovative s.r.l. possono emettere quote *standard*, strumenti finanziari partecipativi e titoli di debito e, alla luce dell'interpretazione sopra proposta, offrirli tutti al pubblico mediante *crowdfunding*. Viceversa, le PMI s.r.l. non innovative possono emettere solo quote *standard* e titoli di debito ed offrirli tramite *crowdfunding*: tuttavia, di fatto, possono creare strumenti finanziari che non determinano un rafforzamento patrimoniale della società, quindi costruiti secondo lo schema tipico degli strumenti di raccolta di capitale di debito, soggetti ai limiti di cui all'art. 2483 c.c. ed offrirli mediante portali *on line*⁸³.

Sotto questa nuova luce occorre riconsiderare la possibilità per tutte le PMI s.r.l. di sfruttare l'ulteriore *chance* degli strumenti finanziari partecipativi per coinvolgere nell'impresa categorie di soggetti diversi dai soci.

In soccorso – nella direzione proposta – si colloca anche un dato di carattere formale: l'art. 100-ter, primo comma, T.U.F. parla di emissione di strumenti finanziari da parte di piccole e medie imprese, previsione confermata dal successivo comma secondo-*quater*⁸⁴.

recente, P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, (nt. 4), 404 spec. nt. 189, secondo i quali «le ragioni di tale mancato richiamo (*al co. 7 dell'art. 26, d.l. 179/2012*) non sono comprensibili, trattandosi con ogni probabilità di un difetto di coordinamento».

⁸³ In questo senso, N. ABRIANI, (nt. 43), 88.

⁸⁴ Così A. BUSI, (nt. 81), 12. Sul punto O. CAGNASSO, (nt. 80), 125, assumendo una posi-

Si aggiunge un'ulteriore considerazione. Decorsi cinque anni dalla iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese, la *start up* innovativa s.r.l. perde tale qualifica e resta iscritta come società a responsabilità limitata nella sezione ordinaria: tuttavia, curiosamente, la legge prevede che le categorie di quote e gli strumenti finanziari eventualmente emessi mantengono efficacia oltre il periodo "agevolato". Sicché la s.r.l. «*ex-start up* innovativa» si presenta come una s.r.l. «geneticamente modificata», a cui sono rimasti in eredità alcuni connotati capitalistici acquisiti durante la prima fase di vita⁸⁵. Questa previsione rispetto alle quote di categoria non suscita più alcun problema di carattere sistematico, giacché a tutte le PMI s.r.l. è consentita l'emissione di quelle; viceversa, appare ancora di difficile comprensione in relazione agli strumenti finanziari. È paradossale infatti che una s.r.l. PMI non innovativa, ma «*ex-start up* innovativa», possa presentare, nella sua struttura finanziaria, anche strumenti finanziari partecipativi, pur non potendo emetterne di nuovi, mentre tale possibilità non è concessa alle s.r.l. PMI non innovative "ordinarie"⁸⁶.

D'altro canto, non esiste una motivazione razionale per sostenere che vi sia un nesso indissolubile e biunivoco tra emissione di strumenti finanziari partecipativi ed innovatività⁸⁷: si tratta di un'altra occasione di finanziamento per

zione differente in relazione alla possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi per tutte le s.r.l. PMI, pare lasciare aperto uno "spiraglio" ove afferma «è vero che le regole del TUF in tema di *crowdfunding* fanno riferimento alla collocazione tramite portali di strumenti finanziari in genere e quindi la formula potrebbe ricomprendere anche quelli partecipativi».

⁸⁵ Così E. FREGONARA, *La start up innovativa*, Milano, Giuffrè, 2013, 137. Sulla generale mutazione genetica delle s.r.l. v. ampiamente P. MONTALENTI, (nt. 2), 61 spec. 68 ss.

⁸⁶ V. M. NOTARI, (nt. 10), 260, ove l'a. trova difficile spiegare la scelta del «trapianto» dell'istituto nell'ambito delle innovative e osserva che «allorché esso era circoscritto alle sole start up innovative, si poteva giustificare questo indiscriminato ampliamento della capacità di emettere strumenti finanziari, sulla base della teoria che potremmo dire del "brutto anatrocòlo". Le *start up* innovative, in altre parole, sarebbero legittimate ad emettere gli stessi strumenti delle S.p.A. in quanto solo apparentemente e solo temporaneamente sono modelli organizzativi semplici e poco sofisticati (...) destinate a crescere e a svilupparsi, per diventare società che si aprono al mercato e che adottano la forma delle S.p.A., (...), e qualora ciò non avvenisse entro un certo periodo di tempo, verrebbe del resto meno la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi (...). Tuttavia, ora che la disciplina è estesa a tutte le s.r.l. PMI innovative, anche una simile giustificazione viene meno». Tali riflessioni paiono, d'altro canto, rappresentare un'ulteriore argomentazione a favore di quanto qui sostiene.

⁸⁷ Cfr. A. CETRA, *Le s.r.l.-P.M.I.: disciplina legale e autonomia statutaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, 815 ss., in part. 821. In senso differente v. N. CIOCCA, A. GUACCERO, (nt. 42), 852, secondo i quali «la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi per le imprese innovative s.r.l. persegue l'obiettivo di riservare in chiave premiale dell'innovatività una modalità alternativa di finanziamento».

l'impresa con l'ulteriore vantaggio, come già osservato, di non interferire sugli assetti proprietari della società, permettendo, tra l'altro, di incentivare il c.d. *work for equity*. Inoltre, si offre la possibilità alla PMI s.r.l. di superare la rigidità della disciplina del capitale sociale, aumentando i piani sui quali è possibile modulare i rapporti di forza tra i soci, nonché con gli altri potenziali investitori, profilo quest'ultimo particolarmente interessante nelle operazioni di *venture capital* e *private equity*⁸⁸.

Il delicato contesto socio-economico determinato dalla crisi pandemica impone di valutare, anche attraverso questa lente, il tema oggetto di indagine⁸⁹. Gli strumenti finanziari partecipativi possono, infatti, rappresentare una valida risorsa per fronteggiare le massive esigenze di patrimonializzazione che le PMI si trovano e troveranno ragionevolmente ad affrontare⁹⁰: si potrebbe ipotizzare la creazione di tipologie di strumenti "standard" così da semplificare le operazioni di emissione da parte dell'ente. Si tratta di strumenti peraltro che, nella prassi, di frequente sono stati impiegati in operazioni di *restructuring*, vista la possibilità di raccogliere apporti di patrimonio non imputati a capitale superando le strettoie delle operazioni sul capitale e senza incidere sui rapporti

⁸⁸ Così A. VALZER, (nt. 13), 491.

⁸⁹ Sul punto, il Decreto Rilancio, d.l. 19 maggio 2020, n. 34, convertito in l. 17 luglio 2020, n. 77, all'art. 38, seppure solo con riferimento al solo ecosistema delle *start up* innovative, prevede la costituzione di un «Fondo di sostegno al *venture capital*» che potrà operare «anche mediante la sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi» che potrebbero divenire in tal guisa una sorta di leva per il patrimonio dell'impresa. Sicché l'originario obiettivo consistente nella crescita dell'impresa può essere affiancato da altri impieghi: laddove costruiti come strumenti di *equity*, possono essere sottoscritti mediante conversione del credito bancario per accrescere il patrimonio dell'impresa, il che consente di iscrivere in bilancio una riserva per un pari importo e salvaguardare il patrimonio sociale. In questi casi, i titolari degli strumenti vengono remunerati in via privilegiata rispetto agli altri azionisti, ma in via subordinata al pagamento dei crediti sociali, senza garanzie di rimborso. Cfr., D.M., 18 settembre 2020, emesso in attuazione dell'art. 38, secondo comma, d.l. Rilancio. In tema vedi anche, P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, (nt. 4), 378 spec. nt. 102, ove gli aa. sottolineano il fatto che la centralità del fenomeno del *Venture capital* emerge anche dall'attenzione legislativa degli ultimi anni, in particolare dalla creazione del FNI (Fondo Nazionale Innovazione), art. 1, comma 209, l. 30 dicembre 2018, n. 145, ove al fine di promuovere gli investimenti in capitale di rischio da parte degli operatori professionali, lo Stato, tramite il Ministero dello sviluppo economico, può sottoscrivere quote o azioni di uno o più fondi che investono in fondi di *Venture Capital*.

⁹⁰ Sul tema v. C. STANGHELLINI, R. RINALDI, *Trasformazione dei prestiti Covid-19 in strumenti finanziari partecipativi (SFP). Un'idea per far ripartire il sistema delle imprese*, reperibile in internet al seguente indirizzo www.ilcaso.it, 3 aprile 2020, ove gli a. propongono una conversione dei prestiti Covid in strumenti finanziari partecipativi con possibilità per la banca di cederli ad un prezzo predeterminato a un veicolo pubblico che li gestisca.

di forza tra i soci⁹¹. La flessibilità dello strumento consente di plasmarlo a numerose esigenze: come detto, non è infrequente l'utilizzo di questo "espediente" nel contesto di accordi di ristrutturazione del debito di imprese in crisi, giacché rappresenta una valida alternativa al c.d. *write-off*.

Il rapido cambiamento degli scenari, purtroppo non solo sotto il profilo regolamentare, pare più che mai imporre all'operatore di valutare interpretazioni «sostanzialistiche» del dato normativo nel perseguire l'obiettivo di sostenere lo sviluppo (forse anche la sopravvivenza in certi casi) e la crescita economica delle imprese nonché di incentivare gli investimenti in quelle anche attraverso canali alternativi a quelli tradizionali, contrastando il fenomeno della sottocapitalizzazione.

Il programma del legislatore negli ultimi anni è parso orientato verso un sempre più consistente avvicinamento tra il mondo delle società per azioni e quello delle società a responsabilità limitata, in particolare PMI, con una spiccata attenzione per la struttura finanziaria di queste ultime⁹²: in questa prospettiva, gli strumenti di cui si è discusso rientrano a pieno titolo nell'indicato progetto normativo.

⁹¹ In tema, v. A. VALZER, (nt. 13), 491.

⁹² Sul cambiamento di prospettiva nell'ordinamento societario, *i.e.* «dai tipi ai modelli», v. P. MONTALENTI, (nt. 2), 63, ove l'a. autorevolmente sottolinea che «nel sistema attuale la ricostruzione dei tratti tipologici caratterizzanti i diversi modelli societari deve quindi, a mio parere, essere metodologicamente impostata in termini di individuazione dei nuclei qualificanti della disciplina e, conseguentemente, del grado – per così dire – di variabilità della geometria del modello piuttosto che di ricerca dei tratti caratterizzanti della fattispecie» e conclude affermando che si sta delineando «un percorso lineare di attenuazione progressiva del principio di "autorità" a favore della "libertà" (cioè dell'autonomia dei privati) negli schemi societari».