



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA

Dipartimento di Diritto Privato e Critica del Diritto

Dipartimento di Diritto Pubblico, Internazionale e Comunitario

Corso di Laurea Magistrale in

Giurisprudenza

Anno Accademico 2021/2022

**GLI STRUMENTI FINANZIARI CONVERTIBILI (E
CONVERTENDI) IN QUOTE NELLE SOCIETÀ A
RESPONSABILITÀ LIMITATA**

Relatore: Chiar.mo Prof. Marco Speranzin

Laureando: Gianluca Florian

Matricola n. 1169960

INDICE-SOMMARIO

	<i>pag.</i>
<i>Introduzione</i>	1
 CAPITOLO PRIMO 	
GLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI NELLE SOCIETÀ A RESPONSABILITÀ LIMITATA “INNOVATIVE”	
1. Una disciplina innovativa per imprese innovative	5
2. Il campo di applicazione dell’art. 26, c.7 del decreto legge n. 179 del 2012	13
3. Oltre l’obiettivo del legislatore	20
4. La (lacunosa) disciplina degli strumenti finanziari partecipativi nelle società innovative ed il ruolo dell’autonomia privata	24
5. I meccanismi d’investimento in una start up innovativa negli Stati Uniti d’America	31

CAPITOLO SECONDO

STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI (E NON): PECULIARITÀ GIURIDICHE E RICADUTE CONTABILI DELL’ISTITUTO

1. Il carattere non necessariamente partecipativo degli strumenti finanziari	38
2. La causa (concreta) degli strumenti finanziari	45
3. Il diritto al rimborso dell’apporto	48
4. Il rapporto tra il diritto al rimborso dell’apporto e la postergazione legale <i>ex</i> art. 2467 c.c.	52
5. La qualificazione dell’apporto e la sua incidenza nel bilancio societario	58

pag.

6. Gli strumenti di sterilizzazione degli effetti (negativi) derivanti dalle perdite d'esercizio e la tutela degli interessi dell'investitore	64
---	----

CAPITOLO TERZO

IL RAPPORTO TRA TITOLI DI DEBITO E STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI

1. I titoli di debito disciplinati dall'art. 2483 c.c.	71
2. Gli elementi che caratterizzano la fattispecie	77
3. <i>Segue.</i> La tutela dell'investitore nel caso di insolvenza della società emittente e il diritto di conversione in quote	82
4. Le possibili interferenze di disciplina tra titoli di debito e strumenti finanziari partecipativi	86
5. I vantaggi della disciplina degli strumenti finanziari partecipativi rispetto alla disciplina dei titoli di debito	93

CAPITOLO QUARTO

LA PARTECIPAZIONE AL RISCHIO D'IMPRESA DEL TERZO FINANZIATORE E LA "REMUNERAZIONE" DELL'APPORTO

1. I diritti attribuibili ai titolari degli strumenti finanziari: considerazioni preliminari	100
2. Gli strumenti finanziari partecipativi e la formale qualità di non socio	103
3. La (possibile) partecipazione al rischio d'impresa del titolare di strumenti finanziari partecipativi	107
4. <i>Segue.</i> Strumenti finanziari con obbligo di riscatto a carico della società emittente e rischio d'impresa	113

	<i>pag.</i>
5. I diritti patrimoniali compatibili con il divieto di distribuzione degli utili	117
6. <i>Segue.</i> Il diritto di recesso	122
7. <i>Segue.</i> I diritti patrimoniali “minori” (il diritto di conversione, il diritto di opzione ed il diritto di prelazione)	127
8. I diritti amministrativi attribuibili all’investitore in SFP: il diritto di voto	134
9. <i>Segue.</i> I diritti amministrativi in grado di determinare un’ingerenza nella <i>governance</i>	140

CAPITOLO QUINTO

GLI STRUMENTI FINANZIARI CON DIRITTO E OBBLIGO DI CONVERSIONE E LE MODALITÀ ALTERNATIVE DI DISINVESTIMENTO

1. La conversione in <i>equity</i> degli strumenti finanziari come “diritto” riconosciuto all’investitore	146
2. <i>Segue.</i> La delibera di aumento del capitale sociale nei casi di strumenti finanziari incorporanti il diritto di conversione	149
3. La conversione “obbligatoria” in <i>equity</i> degli strumenti finanziari	153
4. <i>Segue.</i> La delibera di aumento del capitale sociale nei casi di strumenti finanziari “convertendi”	157
5. Il diritto di sottoscrizione dei soci <i>ex art. 2481-bis c.c.</i>	160
6. <i>Segue.</i> La sottoscrizione degli strumenti finanziari da parte di terzi e la minaccia del diritto di recesso	165
7. La procedura di emissione degli strumenti finanziari: l’organo competente e l’incidenza della disciplina dei conferimenti	170
8. <i>Segue.</i> La pubblicità della delibera ed il momento della conversione	177

	<i>pag.</i>
9. La circolazione degli strumenti finanziari e le altre modalità di disinvestimento	183
10. <i>Segue.</i> Strumenti finanziari con diritto (o obbligo) di riscatto	188
Conclusioni	194
INDICE DELLE OPERE CITATE	202
INDICE DELLA GIURISPRUDENZA	226
INDICE DEGLI ORIENTAMENTI NOTARILI	228
INDICE DEI DOCUMENTI	234

Introduzione

Quella del finanziamento rappresenta da sempre una tematica centrale nella vita dell'impresa: assume, infatti, una rilevanza cruciale tanto nelle fasi di avvio dell'iniziativa economica, quanto nelle fasi di sviluppo, così come anche nei momenti di crisi della stessa. Proprio per questa sua centralità a livello empirico prima ancora che giuridico, l'ordinamento, nel corso dei decenni, ha cercato di sviluppare degli strumenti giuridici in grado di andare incontro alle esigenze del mercato.

Questo aspetto riveste un ruolo fondamentale anche nell'ambito delle società di piccole e medie dimensioni, da sempre ritenute la spina dorsale del tessuto imprenditoriale del nostro Paese; è però sotto gli occhi di tutti come nel corso degli anni il principale canale di cui esse si sono servite per reperire le risorse necessarie per l'esercizio dell'attività d'impresa sia stato quello bancario, al punto che tra gli interpreti il sistema di finanziamento delle PMI è stato definito come "bancocentrico"¹.

Tuttavia, il mancato sviluppo di fonti alternative al credito bancario ha portato le PMI a subire più o meno direttamente tutte le vicende negative che hanno colpito questo settore; l'avvenimento storico che più di ogni altro ha messo in evidenza l'eccessiva dipendenza dal canale bancario è stata la crisi finanziaria globale del 2008, dalla quale è derivata una forte stretta creditizia (il c.d. *credit crunch*) che ha avuto dure ripercussioni sul finanziamento alle imprese².

Negli anni immediatamente successivi a questo accadimento, il legislatore nazionale si è interrogato sugli interventi in grado di contribuire ad allentare la dipendenza delle PMI dal sistema bancario. Il problema riguardava,

¹ Cfr. PEDERZINI, DE GOTTARDO, Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI s.r.l. sui mercati dei capitali, in "Giurisprudenza Commerciale", 2022, p. 272.

² Come è stato sottolineato in dottrina (PEDERZINI, DE GOTTARDO, Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI s.r.l. sui mercati dei capitali, *cit.*, p. 272) la diffusa dipendenza dal credito bancario nei momenti di crisi è in grado di alimentare un circolo vizioso, in quanto "nelle fasi recessive aumenta il numero di imprese impossibilitate a rimborsare i prestiti ottenuti, con conseguente elaborazione di politiche di offerta più prudenti da parte delle banche e contestuale elevazione dei tassi di interesse applicati, tali da aumentare ulteriormente le difficoltà delle imprese".

in particolare, le attività economiche aventi la forma giuridica della società a responsabilità limitata per le quali il Codice civile, diversamente rispetto alla s.p.a., non dettava (e, a dir la verità, non detta) norme in grado di favorire il ricorso a canali alternativi per il finanziamento dell'impresa: senza dubbio nel legislatore la consapevolezza dell'eccessiva dipendenza dal canale bancario c'era (non fosse altro che la riforma del 2003 aveva introdotto il tanto discusso istituto dei titoli di debito); mancavano però degli strumenti efficienti per risolverlo.

Nell'ottica di favorire la ripresa economica, il legislatore, con il d.l. 179/2012 (denominato – in modo emblematico – “Decreto Sviluppo *bis*”), ha introdotto nel nostro ordinamento la fattispecie delle “start up innovative”, dettando (per tutte le società così qualificabili) una serie di norme in deroga alla disciplina codicistica, alcune delle quali volte a favorire il reperimento di finanza alternativa rispetto a quella bancaria³. Le novità di maggior rilievo concernenti il tema del finanziamento dell'impresa sono condensate nell'art. 26, il quale ha introdotto la possibilità di emettere categorie di quote fornite di diritti diversi (anche prive del diritto di voto), di offrire al pubblico quote di partecipazione al capitale sociale e di emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche amministrativi; si assiste così all'estensione di una serie di prerogative, in passato patrimonio esclusivo delle sole società per azioni, anche alle società a responsabilità limitata. I maggiori passi avanti si sono però registrati negli anni immediatamente successivi quando il legislatore, prima nel 2015 e poi nel 2017, ha esteso parte delle prerogative riconosciute alle start up innovative dapprima alle s.r.l. PMI innovative e poi a tutte le s.r.l. qualificabili come PMI ai sensi della raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE.

Tra quelle elencate, le novità di maggior rilievo sono rappresentate senza dubbio dalla possibilità di emettere categorie di quote fornite di diritti diversi e (solamente però per le start up e PMI innovative) dalla legittimazione ad offrire

³ Come si avrà modo di approfondire nel prosieguo della trattazione, possono essere qualificate start up innovative esclusivamente le società di capitali, ossia le s.r.l., le s.p.a. e le s.a.p.a. (anche se costituite in forma cooperativa).

strumenti finanziari sul modello dell'art. 2346 c.c., comma sei⁴. Si tratta di un passo in avanti importante, in quanto si consente alle società a responsabilità limitata di sfruttare delle forme di finanziamento alternative al tradizionale canale del debito e di rivolgersi ad investitori diversi da quelli con cui tradizionalmente interloquiva in passato (ovvero le banche). Entrambi questi istituti consentono, infatti, di realizzare degli investimenti che sono destinati ad incrementare il patrimonio della società (*i.e.* il patrimonio netto), con la conseguenza che in entrambi i casi l'operazione non genererà un incremento dell'indebitamento; è evidente, quindi, il duplice vantaggio che la società emittente riuscirà a trarre: da un lato essa sarà in grado di raccogliere le risorse finanziarie di cui ha bisogno per realizzare il proprio progetto imprenditoriale, dall'altro non vedrà aumentare la propria tensione finanziaria.

Per quanto attiene al profilo eminentemente soggettivo dell'investimento, categorie di quote e strumenti finanziari sono istituti che hanno come naturali destinatari soggetti diversi dagli istituti di credito, i quali, complice le caratteristiche dell'operazione, saranno poco propensi a sottoscriverli⁵; la ragione è da rinvenirsi nelle modalità di remunerazione dell'investimento, in quanto esse si basano non tanto sul pagamento periodico degli interessi, bensì sulla percezione di una quota degli utili d'esercizio e sulla cessione (nel medio-lungo periodo) delle partecipazioni sociali⁶.

Inoltre, nel tentativo di emulare quanto accade negli altri ordinamenti europei e nord americani, attraverso questi strumenti si cerca di favorire lo

⁴ Dato che la novella del 2017 non ha modificato l'art. 26, comma sette, del d.l. 179/2012 è precluso alle s.r.l. PMI l'emissione di strumenti finanziari, prerogativa questa rimasta utilizzabile unicamente da start up e PMI innovative. In ogni caso, il tema dell'estendibilità degli strumenti finanziari a tutte le s.r.l. PMI verrà affrontato *ex professo* nei capitoli successivi.

⁵ Un'eccezione alla diffusione presso le banche degli strumenti finanziari è ravvisabile soprattutto nei casi in cui l'impresa si trovi in una situazione di crisi. Non è infrequente, infatti, che in occasione di operazioni di ristrutturazione aziendale (come nei casi di concordato preventivo) i crediti delle banche vengano convertiti in strumenti finanziari mediante i quali (o meglio, mediante il diritto all'utile in essi incorporato) la banca potrà veder soddisfatto il proprio credito.

⁶ Gli strumenti finanziari non garantiscono con la loro sottoscrizione una vera e propria partecipazione al capitale sociale; tuttavia, questo è un risultato che può essere ugualmente raggiunto mediante quest'istituto ove venga pattuito un diritto oppure un obbligo di conversione degli strumenti finanziari in capitale sociale. In questi casi, la sottoscrizione degli strumenti finanziari rappresenterà semplicemente una tappa intermedia che porterà all'ottenimento di una quota del capitale sociale (si veda *infra*, capitolo terzo, paragrafo settimo).

sviluppo del mercato del *venture capital*, il quale è considerato un importante fattore in grado di favorire il progresso dell'economia e lo sviluppo tecnologico⁷.

Concludendo, si possono senz'altro valutare favorevolmente gli interventi legislativi susseguitisi negli anni, in quanto hanno offerto alle PMI nuovi strumenti per tentare di risolvere il problema del finanziamento⁸; tuttavia, permane un grosso *deficit* di disciplina, in particolare per le PMI costituite nella forma delle società a responsabilità limitata: se infatti non si possono negare i passi in avanti fatti per quanto riguarda gli investimenti a titolo di capitale (e quasi capitale), altrettanto non si può dire per il finanziamento a debito, per il quale nessuna novità è stata apportata rispetto alla disciplina risultante dalla riforma del 2003. Le s.r.l. PMI possono, infatti, emettere unicamente titoli di debito *ex art.* 2483 c.c., per i quali (come si avrà modo di approfondire nel corso della trattazione) il legislatore detta una disciplina piuttosto severa, che nei fatti ne ha profondamente limitato la diffusione; ne consegue che per quanto riguarda il finanziamento a debito nelle società di piccole e medie dimensioni la strada per l'emancipazione dal credito bancario è ancora lunga.

⁷ Sull'importanza del *venture capital* per le start up innovative si veda POLLASTRO, Le società innovative (II parte) - Il finanziamento delle società innovative tramite *venture capital*, in "Giurisprudenza Italiana", 2021, p. 2257 e ss.

⁸ I frutti delle riforme si stanno iniziando ad intravedere: come ricordato da D'ASCENZO, *Venture capital* record: in Italia supera il miliardo investito, in "Il Sole 24 ORE", 11 febbraio 2022, il mercato del *VC* ha subito una repentina accelerata negli ultimi anni, registrando a dicembre 2021 un volume d'affari pari a 1,243 miliardi di euro, in crescita del 118% rispetto ai 569 milioni di euro del 2020. Inoltre, stando a quanto recentemente riportato da un sito specializzato (DEALFLOWER (redazione), *Venture capital*, nella prima metà del 2022 gli investimenti sfiorano il miliardo, in "<https://dealflower.it/venture-capital-nella-prima-meta-del-2022-gli-investimenti-sfiorano-il-miliardo/>", 6 luglio 2022) nella prima metà del 2022 gli investimenti in *VC* sono aumentati del 30% rispetto al semestre precedente.

CAPITOLO PRIMO

GLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI NELLE SOCIETÀ A RESPONSABILITÀ LIMITATA “INNOVATIVE”

1. Una disciplina innovativa per imprese innovative

La scelta del legislatore di consentire a start up e PMI innovative di emettere strumenti finanziari partecipativi è efficacemente definibile con il termine “innovazione”; questo non tanto perché vengono in considerazione delle società “innovative”, ovvero società che si caratterizzano per avere come oggetto sociale (esclusivo o prevalente) *“lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico”*⁹, ma piuttosto perché ci si trova di fronte ad una vera e propria disciplina innovativa.

Questo carattere innovativo è ravvisabile sotto una duplice prospettiva: da un lato, l’istituto in commento, oltre ad essere molto recente (è stato introdotto solamente con la riforma del 2003), consente di superare la tradizionale dicotomia tra *equity* e strumenti di debito; dall’altro, si può parlare di disciplina innovativa perché essa consente all’autonomia privata di sviluppare nuove soluzioni per superare uno dei maggiori problemi dell’impresa, ovvero quello del reperimento di risorse finanziarie da soggetti diversi rispetto agli istituti di credito.

La disciplina che regola le start up innovative è stata introdotta dal legislatore nel 2012 con il decreto legge n. 179 (ovvero il c.d. “Decreto Sviluppo *bis*”), convertito con modificazioni dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, nell’ambito di un complessivo intervento legislativo volto a dettare delle disposizioni per agevolare la crescita economica in un momento di profonda crisi per l’economia globale. Questa disciplina si caratterizza per un numero ridotto di

⁹ Così recita l’art. 25, comma 2, lettera “f”, del decreto legge 18/10/2012, n.179 convertito con modificazioni dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221.

articoli (precisamente dieci) che si occupano di questioni inerenti al diritto societario, al diritto tributario, al diritto fallimentare, al diritto del lavoro.

Preliminarmente, è opportuno chiarire due concetti ossia quello di start up innovativa e quello di incubatore certificato, entrambi definiti dall'art. 25 del d.l. 179/2012 (rispettivamente al comma 2 e 5) ed entrambi rilevanti nell'analisi dell'istituto degli strumenti finanziari partecipativi.

Per “start up innovativa” si intende una *“società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione”*¹⁰.

Per “incubatore certificato” invece si intende *“una società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano ovvero una Societas Europaea, residente in Italia ai sensi dell'articolo 73 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, che offre servizi per sostenere la nascita e lo sviluppo di start-up innovative”*¹¹.

Per entrambe le fattispecie l'art. 25 non si limita ad indicare una definizione, ma esige la sussistenza (e la permanenza) di una serie di requisiti¹²; quello che più di ogni altro merita di essere evidenziato in questa sede riguarda la forma giuridica che le start up innovative e gli incubatori certificati devono – inderogabilmente – rivestire: esse, infatti, devono essere delle società di capitali, non essendo possibile sfruttare in questi casi le caratteristiche offerte dai modelli della s.n.c. e della s.a.s. A tal proposito è opportuno segnalare un dato: tra i vari tipi disponibili quello che risulta essere maggiormente utilizzato per entrambe le fattispecie (stando all'ultima Relazione annuale al Parlamento del Ministro dello Sviluppo Economico) è quello della società a responsabilità limitata (per quanto riguarda le start up esse sono 11.766 su 11.983, ovvero il 98,2% del totale, mentre

¹⁰ Cfr. comma 2, art. 25, d.l. 179/2012.

¹¹ Cfr. comma 5, art. 25, d.l. 179/2012.

¹² Si rinvia ai commi 2 e 5 dell'art. 25, d.l. 179/2012 per un esame dei requisiti richiesti dalle due fattispecie.

per quanto concerne gli incubatori certificati esse rappresentano il 59% del totale)¹³.

Quest'introduzione incentrata sul tipo di società utilizzabile dalle start up innovative è fondamentale per comprendere la reale portata della disciplina introdotta dal Decreto Sviluppo *bis*: l'art. 26 rubricato "deroga al diritto societario e riduzione degli oneri per l'avvio" ha, infatti, introdotto alcune norme che determinano un notevole avvicinamento della società a responsabilità limitata alla società per azioni. Come è stato sottolineato in dottrina, la sola deroga di cui al comma 1 (ovvero quella che introduce delle regole specifiche in materia riduzione del capitale sociale per perdite, superando quanto previsto dal Codice civile agli articoli 2446, 2447, 2481-*bis* e 2481-*ter*) è applicabile tanto alle società (innovative) azionarie che a quelle a responsabilità limitata, mentre tutte le altre costituiscono prerogativa esclusiva di queste ultime¹⁴. E ciò lo si ricava in alcuni casi (commi 2, 3, 5, 6) dal testo del provvedimento legislativo stesso, mentre in altri (comma 7) in via interpretativa¹⁵.

Tra le norme che costituiscono una prerogativa esclusiva delle s.r.l. start up innovative, il comma 7 prevede che *"l'atto costitutivo delle società di cui all'articolo 25, comma 2, e degli incubatori certificati di cui all'articolo 25 comma 5 può altresì prevedere, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, l'emissione di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli articoli 2479 e 2479-*bis* del codice civile"*. Si tratta di una norma che evoca il dettato normativo del comma sesto dell'art. 2346 c.c., ovvero

¹³ All'interno di queste 11.766 società aventi la forma giuridica della società a responsabilità limitata 812 sono società a responsabilità limitata semplificata e 10 società a responsabilità limitata con unico socio. Solo 100 start up innovative (ovvero lo 0,8% del totale) rivestono la forma giuridica della società per azioni. Questi dati – che al momento sono i più aggiornati – sono stati rinvenuti nella "Relazione annuale al Parlamento sullo stato di attuazione e l'impatto delle *policy* a sostegno di start up e PMI innovative" del 2021 e si riferiscono all'anno 2020; la tabella completa può essere consultata in "www.mise.gov.it".

¹⁴ Cfr. BENAZZO, La s.r.l. start-up innovativa, in "Le nuove leggi civili commentate", 2014, p. 115.

¹⁵ Il comma 7 si occupa infatti dell'emissione da parte della start up innovativa di strumenti finanziari partecipativi, prerogativa questa già riconosciuta alla s.p.a. dal sesto comma dell'art. 2346 c.c.

quella disposizione che a sua volta regola gli strumenti finanziari partecipativi nelle società per azioni. Mentre fino al d.l. 179/2012 l'istituto degli strumenti finanziari rappresentava una prerogativa esclusiva delle società per azioni, a seguito della novella del 2012 si riconosce a tutte le s.r.l. "innovative"¹⁶ la possibilità di avvalersi di un istituto duttile, in grado di agevolare il reperimento di utilità di vario genere¹⁷.

Rielaborando il pensiero di un Autore, la previsione nell'atto costitutivo della possibilità di emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, segna l'avvio di un processo di "avvicinamento" delle PMI al mercato finanziario, superando quello che tradizionalmente rappresenta il maggior problema delle imprese di piccole-medie dimensioni, cioè l'apertura al mercato finanziario diverso da quello bancario¹⁸.

Questa disciplina "speciale" delle società a responsabilità limitata offre la possibilità di svolgere due riflessioni di carattere sistematico.

In primo luogo, il d.l. 179/2012 va in una direzione radicalmente opposta rispetto alla riforma del 2003: mentre il legislatore di inizio millennio (al fine di stagliare la società a responsabilità limitata dalla società per azioni)¹⁹ aveva dettato una disciplina volta a valorizzare l'autonomia tipologica della s.r.l. (si pensi soprattutto all'ampia autonomia statutaria concessa alla s.r.l. o alla figura del "socio imprenditore"), la riforma del 2012 ha determinato un nuovo avvicinamento – alcuni parlano addirittura di appiattimento²⁰ – tra le due fattispecie, al punto che in dottrina è diffusa la convinzione che si sia in presenza

¹⁶ È opportuno parlare genericamente di "s.r.l. innovative" e non solo di "start up innovative" in quanto, come si avrà modo di chiarire *infra*, anche le PMI innovative possono adottare degli strumenti finanziari partecipativi.

¹⁷ È stato utilizzato il generico termine "utilità", in quanto l'emissione di strumenti finanziari può perfezionarsi sia a seguito dell'apporto di denaro sia in relazione all'apporto di opera o servizi.

¹⁸ Cfr. 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, p. 19.

¹⁹ L'assetto dato dal legislatore del 1942 alla società a responsabilità limitata presentava ben poche peculiarità rispetto a quello della sorella maggiore, al punto che, in senso quasi dispregiativo, gli interpreti definivano la s.r.l. come "piccola s.p.a."

²⁰ Cfr. CIAN, Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo, in "Le nuove leggi civili commentate", 2014, p. 1181.

di una vera e propria “crisi del tipo”. Diversi sono gli indicatori di questa tendenza, basti pensare alla possibilità (oggi estesa a tutte le s.r.l. PMI)²¹ di offrire al pubblico le quote di partecipazione al capitale sociale – superando il tradizionale limite imposto dal primo comma dell’art. 2468 c.c. – oppure alla legittimazione (estesa pure questa a tutte le s.r.l. PMI dal d.l. 50/2017) ad emettere categorie di quote e ad effettuare operazioni sulle proprie partecipazioni, che in passato era riconosciuta solamente alle s.p.a.

La seconda riflessione può essere svolta partendo da una domanda che sovente gli interpreti si sono posti: la s.r.l. start up innovativa rappresenta un tipo autonomo? Secondo la dottrina maggioritaria la risposta è negativa, in quanto il d.l. 179/2012 avrebbe introdotto non già un nuovo tipo, quanto solamente delle esenzioni al diritto comune prive di una rilevanza tipologica²². Questa conclusione si fonda su almeno due argomenti: da un lato, le clausole tipologicamente aliene rispetto alla s.r.l. codicistica sono facoltative, non essendovi un obbligo incondizionato per la società di far proprie le esenzioni dal diritto comune; dall’altro, lo statuto speciale designato per la start up innovativa ha carattere transitorio²³, motivo per cui l’acquisizione o la perdita di questa

²¹ Quest’ampliamento del campo di applicazione della disciplina è stato realizzato con il decreto legge 24 aprile 2017, n. 50, convertito con modificazioni dalla L. 21 giugno 2017, n. 96, il quale ha sostituito la parola “start up innovativa” con la parola “PMI” ai commi 2,5,6 del d.l. 179/2012. Così facendo quelle che erano delle prerogative esclusive delle start up innovative sono ora diventate proprie di tutte le s.r.l. PMI (che secondo la Raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE, sono quelle imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro). Le s.r.l. PMI rappresentano la stragrande maggioranza delle società a responsabilità limitata iscritte al registro delle imprese: in base ai più recenti dati a disposizione al 31 dicembre 2019 le piccole e medie imprese rappresentano il 98,1% delle s.r.l. iscritte al registro imprese (i dati sono presi da DI NARDO, DE LUCA, LUCIDO, SCARDOCCI, Osservatorio sui bilanci delle srl 2019 trend 2017-2019, in “www.fondazione nazionalecommercialisti.it”, 25 ottobre 2021, p. 6).

²² Cfr. in questo senso CIAN, Il tipo s.r.l.?, in “Nuove Leggi Civili e Commerciali”, 2021, p. 301 e ss.; ID., Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo, *cit.*, p. 1182; COSSU, Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione italiana recente, in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 2015, p. 471; BENAZZO, La s.r.l. start-up innovativa, *cit.* p. 125; MALTONI, SPADA, L’impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata, in “Rivista del Notariato”, 2013, p. 1119.

²³ Il carattere transitorio è ricavabile dal comma quarto dell’art. 31, d.l. 179/2012, il quale prevede che “*in ogni caso, una volta decorsi cinque anni dalla data di costituzione, cessa l’applicazione della disciplina prevista nella presente sezione*”. La norma prevede però alcune eccezioni a questo termine quinquennale; è, infatti, previsto che rimane ferma “*l’efficacia dei contratti a tempo determinato stipulati dalla start-up innovativa sino alla scadenza del relativo termine*”,

“immunità” dal diritto comune non determina in alcun modo un mutamento del tipo²⁴.

Relativamente a questo secondo profilo, un Autore ha fatto riferimento all’interessante locuzione “ibridazione dei tipi”²⁵; come chiarito dallo stesso, tale concetto può essere utilizzato sia in senso stretto, al fine di riferirsi “alla contaminazione della disciplina dell’un modello organizzativo con elementi propri di altri e tali da intaccare le basi caratterizzanti del primo”, che in un’accezione più ampia, “comprendendovi l’introduzione di nuovi modelli tipologici che attingano a più di un tipo tradizionale o che siano creati per derivazione da uno di essi, ma con l’innesto di elementi normativi caratterizzanti uno o più altri”. Non è però ancora chiaro se l’effetto ibridante della disciplina delle imprese innovative sia da intendersi in senso stretto o in senso lato²⁶.

così come mantengono efficacia “*le clausole eventualmente inserite nell’atto costitutivo ai sensi dei commi 2, 3 e 7 dell’articolo 26, limitatamente alle quote di partecipazione già sottoscritte e agli strumenti finanziari partecipativi già emessi*”.

²⁴ Questo profilo è particolarmente sottolineato da COSSU, Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione italiana recente, *cit.*, p. 471. Qui l’Autrice afferma che “la start up innovativa (...) non è un tipo societario autonomo ma una qualifica temporanea”.

²⁵ Così CIAN, Società start-up innovative e PMI innovative, in “Giurisprudenza Commerciale”, 2015, p. 973. Si segnala altresì che l’espressione è stata utilizzata anche da SPERANZIN in S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto), in “Rivista delle Società”, 2018, p. 354.

²⁶ Come ricordato dall’Autore (CIAN, Società start-up innovative e PMI innovative, *cit.*, p. 984 e ss.), la complessità nell’individuare l’accezione corretta è dovuta soprattutto all’introduzione nel 2015 delle PMI innovative. Prima infatti dell’avvento del d.l. 3/2015 per l’Autore lo scenario sarebbe stato il seguente: “l’impresa innovativa non può sostituire la struttura partecipativa e organizzativa propria di ogni s.r.l. con una di matrice esclusivamente azionaria, può invece integrare la prima, necessariamente caratterizzata dalla presenza di soci muniti di prerogative di carattere amministrativo penetranti, innestandovi una seconda componente partecipativa con poteri depressi di tipo para-azionario: vietata dunque la coniazione di sole quote standardizzate e depotenziate sul piano dei diritti amministrativi, resta lecito dare vita ad una società attorno a cui le partecipazioni orbitino su due distinti livelli, l’uno interno, occupato dai soci titolari di quote individuali (cioè non serializzate) a diritti pieni, il secondo esterno, ove collocare le quote di investimento (standardizzate), esse sole a diritti comprimibili, e gli eventuali strumenti finanziari partecipativi. (...) L’affiancamento delle PMI [innovative] sollecita però, come si è sottolineato, ad una riconsiderazione della questione tipologica. Non necessariamente per mutarne le conclusioni, ma è certo che l’intero sistema dei diritti delle quote serializzate non può essere puramente e semplicemente recepito oggi in base a quanto si poteva ricostruire prima del d.l. 3/2015. La tendenza ad allentare i vincoli dell’autonomia statutaria quando gli interessi metaindividuali del mercato non siano coinvolti e ad accorciare le distanze fra i tipi appare progressivamente rafforzarsi (sul versante delle società per azioni basta pensare all’introduzione di elementi di rilevanza personale nelle società quotate) e in qualche misura sembra spostarsi il piano di divergenza tra i due modelli principali, da quello partecipativo a quello dei costi di attivazione e di organizzazione”.

Il quadro si è ulteriormente arricchito per effetto di due interventi legislativi ovvero il d.l. 3/2015 (convertito con modificazioni dalla legge 24 marzo 2015, n. 33) ed il già citato d.l. 50/2017, i quali hanno rispettivamente introdotto a livello normativo i concetti di “PMI innovative” e di “PMI”; l’elemento che funge da discriminare tra le due fattispecie è rappresentato dal carattere innovativo o meno dell’impresa, anche se dall’appartenenza all’una o all’altra non derivano (ormai) significative differenze in termini di disciplina²⁷.

Le PMI innovative, nell’idea del legislatore del 2015, sono la naturale evoluzione delle start up innovative, ragione per cui era stata loro riservata (con specifico riferimento al diritto societario) una disciplina che ricalcava quelle delle start up innovative; l’art. 9 del d.l. 3/2015 prevede, infatti, che “*alle PMI innovative si applicano gli articoli 26 (...), 27, 30, commi 6, 7 e 8 e 32 del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179*”. Degno di essere sottolineato – in ragione dell’oggetto della presente trattazione – è il richiamo al comma sette dell’art. 26 del d.l. 179/2012 per effetto del quale si consente anche alle PMI innovative di emettere strumenti finanziari partecipativi.

Non mancano però le differenze tra le due figure²⁸.

La prima (e forse maggiormente evidente) è rappresentata dal fatto che le PMI innovative non sono una fattispecie a tempo determinato, in quanto questo *status*, differentemente da quello di start up innovativa, può essere conservato senza alcuna limitazione temporale (semprechè, beninteso, siano mantenuti i requisiti previsti dal d.l. 3/2015).

²⁷ L’art. 1, lett. “e” del d.l. 3/2015 tra i requisiti della PMI innovativa prevede, infatti, similmente a quanto disposto dall’art. 25, comma 1, lett. “h” del d.l. 179/2012, che ricorrano congiuntamente almeno due condizioni dalle quali dedurre il carattere innovativo dell’impresa:

- 1) volume di spesa in ricerca, sviluppo e innovazione in misura uguale o superiore al 3 per cento della maggiore entità fra costo e valore totale della produzione della PMI innovativa (...);
- 2) impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al quinto della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca (...), ovvero, in percentuale uguale o superiore a un terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale (...);
- 3) titolarità, anche quali depositarie o licenziatarie di almeno una privativa industriale, relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale (...).

²⁸ Per una più completa disamina delle differenze di disciplina si segnala il contributo di CIAN, Società start-up innovative e PMI innovative, *cit.*, p. 971 e ss.

Una seconda differenza è rappresentata dall'idoneità delle PMI innovative ad essere sottoposte a procedure concorsuali: è questa un'inevitabile conseguenza del fatto che esse non sono menzionate nella definizione di "sovraindebitamento" data dall'art. 2 (lettera "c") del Codice della Crisi e dell'Insolvenza che trova (probabilmente) la sua *ratio* nella volontà del legislatore di riservare l'esenzione dalle procedure concorsuali unicamente alla fase iniziale della vita delle società innovative (quando cioè esse sono delle start up innovative)²⁹.

Un terzo elemento che qualifica esclusivamente le start up innovative è rappresentato dal c.d. indice diretto d'innovatività: quest'elemento, che deve indefettibilmente connotare la fattispecie, lo si ricava (stando alle ricostruzioni offerte dalla dottrina) dalla lettera "f" dell'art. 25 del d.l. 179/2012 che "lo enuncia riferendolo ai prodotti o ai servizi, il cui sviluppo, produzione e commercializzazione costituiscano l'oggetto sociale esclusivo o prevalente della società"³⁰.

Divergono, infine, anche i c.d. indicatori sintomatici di innovatività enunciati rispettivamente alla lett. "h", del secondo comma, dell'art. 25, d.l. 179/2012 e alla lett. "e", primo comma, dell'art. 4, d.l. 3/2015; se valutati singolarmente emerge in modo netto come essi siano più rigorosi per le start up innovative, essendo prevista una percentuale maggiore sia per le spese in ricerca e sviluppo (15% contro 3% per le PMI innovative), sia per il personale qualificato. Va però precisato che mentre le start up innovative devono rispettare solamente uno dei tre indici previsti dalla legge, le PMI innovative devono rispettarne – contemporaneamente – almeno due.

²⁹ La lett. "c" dell'art 2 CCI definisce il sovraindebitamento come "*lo stato di crisi o di insolvenza del consumatore, del professionista, dell'imprenditore minore, dell'imprenditore agricolo, delle start-up innovative (...), e di ogni altro debitore non assoggettabile alla liquidazione giudiziale ovvero a liquidazione coatta amministrativa o ad altre procedure liquidatorie previste dal Codice civile o da leggi speciali per il caso di crisi o insolvenza*". A ciò si aggiunga che l'art. 65 CCI nel definire l'ambito di applicazione delle procedure di composizione delle crisi da sovraindebitamento afferma che solamente "*i debitori di cui all'articolo 2, comma 1, lettera c) possono proporre soluzioni della crisi da sovraindebitamento secondo le norme del presente capo o del titolo V, capo IX*".

³⁰ Cfr. CIAN, Società start-up innovative e PMI innovative, *cit.*, p. 974.

La differenza tra società di diritto comune e società innovative è però in gran parte sfumata a causa dell'estensione a tutte le s.r.l. PMI – ad opera del d.l. 50/2017 – di gran parte della disciplina originariamente pensata per le sole start up innovative³¹; oggi, infatti, tutte le s.r.l. PMI possono creare categorie di quote fornite di diritti diversi (c. 2), emettere categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta (c. 3), offrire quote al pubblico (c. 5) e compiere operazione sulle proprie partecipazioni (c. 6). Non tutte le prerogative che sono patrimonio delle società innovative sono state estese alle s.r.l. PMI: infatti, mancando il richiamo al settimo comma queste non potranno emettere strumenti finanziari partecipativi (questo preciso aspetto verrà comunque approfondito immediatamente *infra*).

2. Il campo di applicazione dell'art. 26, c.7 del decreto legge n. 179 del 2012

Come si è avuto modo di anticipare nel precedente paragrafo, il Decreto Sviluppo *bis* ha introdotto, per le start up innovative e gli incubatori certificati aventi la forma giuridica della s.r.l., la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi, facoltà questa estesa a tutte le PMI innovative dal d.l. 3/2015 mediante un rinvio espresso. Definito questo quadro di partenza, si segnala come vi siano alcune questioni spinose che vanno affrontate per comprendere la reale portata applicativa del settimo comma dell'art. 26, d.l. 179/2012, ovvero quello dedicato agli strumenti finanziari.

Pare opportuno chiarire, anzitutto (e come si è già avuto modo di accennare), che la disciplina contenuta nella norma *de qua* riguarda esclusivamente le società a responsabilità limitata. Questa precisazione è resa necessaria dal fatto che sia le start up innovative, che le PMI innovative, che gli incubatori certificati possono essere costituiti, oltre che nella forma della società

³¹ Per PMI si intende ai sensi della Raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE, un'impresa che occupa meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro.

a responsabilità, anche nella forma della società per azioni³². La dottrina assolutamente dominante ritiene però che la disciplina degli strumenti finanziari emessi da una società per azioni (di diritto comune o innovativa) sia quella contenuta all'art. 2346 c.c., comma sesto (oltre che agli altri articoli presenti tra le norme dedicate alle s.p.a. come gli artt. 2349, 2351, 2376 c.c.)³³. Gli interpreti sono giunti a questa conclusione sulla base di due argomenti, uno di carattere letterale, l'altro di carattere sostanziale.

Quanto al primo profilo, il settimo comma del d.l. 179/2012 esclude dal novero dei diritti amministrativi attribuibili ai titolari degli strumenti finanziari partecipativi solamente il voto nelle decisioni dei soci di una società a responsabilità limitata, e ciò lo si ricava dall'espresso richiamo della norma agli articoli 2479 e 2479-*bis* del Codice civile.

Dal punto di vista sostanziale, invece, tale conclusione è suffragata dal fatto che se si ritenesse applicabile l'art. 26 agli strumenti finanziari emessi da una società per azioni start up innovativa (o, ovviamente, incubatore certificato o PMI innovativa) si andrebbe ad eludere il limite previsto dall'art. 2351 c.c., il quale (al quinto comma) prevede che *“gli strumenti finanziari di cui agli articoli 2346, sesto comma [...] possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco [...]”*. A ciò si aggiunga (come viene fatto notare acutamente dalla dottrina) che

³² Come si è avuto modo di chiarire nel primo paragrafo, le norme che definiscono i concetti di start up innovativa, incubatore certificato e PMI innovativa (rispettivamente: comma due, art. 25, d.l. 179/2012; comma 5, art. 25, d.l. 179/2012; comma 1, art. 4, d.l. 3/2015) ne ammettono la costituzione in forma di società di capitali, quindi tanto in forma di s.r.l. che in forma di s.p.a. (oltreché di s.a.p.a. o cooperativa).

³³ Cfr. FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, in *“Orizzonti del Diritto Commerciale”*, 2021, p. 223; ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 800 e ss.; GUIZZARDI, L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l., in *“Giurisprudenza Commerciale”*, 2016, p. 565; GARCEA, Le “nuove” s.r.l. e l'autonomia statutaria: partecipazione sociale, indebitamento ed emissione di strumenti finanziari, in *“Rivista di Diritto Privato”*, 2014, p. 598; CIAN, Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo, *cit.*, p. 1192 e ss.; BENAZZO, La s.r.l. start-up innovativa, in *“Le nuove leggi civili commentate”*, 2014, p. 115 e ss.

se l'art. 26 dovesse essere applicato anche alle emissioni realizzate da una s.p.a. si determinerebbe “un'inutile e imprecisa duplicazione rispetto alla relativa disciplina contenuta nel Codice civile”³⁴.

Chiarito questo primo profilo, occorre ora occuparsi di una problematica connessa all'adozione del d.l. 50/2017.

Come si ricordava già in precedenza, l'atto normativo in commento ha generato una piccola rivoluzione nel sistema, in quanto ha modificato i commi 2, 5, 6 dell'art. 26, d.l. 179/2012 sostituendo la parola “start up innovativa” con la parola “PMI”, con la conseguenza che le deroghe al diritto societario sono state estese a tutte le società a responsabilità limitata qualificabili come “PMI”³⁵.

Già da queste poche righe emerge chiaramente come la modifica non abbia riguardato anche il settimo comma del decreto, ovvero quello che consente l'emissione di strumenti finanziari partecipativi, il quale continua tutt'ora a riferirsi unicamente alle start up innovative. Gli interpreti si sono perciò interrogati sulla possibilità di estendere tale deroga al diritto societario a tutte le s.r.l. qualificabili come PMI; superfluo dire che ove ciò fosse possibile si sarebbe in presenza di una novità importante per l'ordinamento, in quanto si consentirebbe a (quasi) tutte le s.r.l. di avvalersi di un nuovo istituto per soddisfare le esigenze di finanziamento dell'impresa, superando i limiti che pone la disciplina dei titoli di debito.

Tuttavia, secondo l'orientamento dottrinale assolutamente dominante le s.r.l. PMI (non innovative) non possono emettere strumenti finanziari partecipativi³⁶.

³⁴ Cfr. ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 801.

³⁵ Alle menzionate deroghe al diritto societario se ne aggiunge un'altra, ovvero quella rinvenibile al terzo comma dell'art. 26 del d.l. 179/2012. In questo caso però il legislatore ha utilizzato una tecnica legislativa differente e per questo si è preferito citarla separatamente rispetto alle altre tre: non ha cioè menzionato espressamente la parola “PMI” ma ha previsto che la possibilità di creare categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative sia consentita alle “società di cui al comma 2”, ossia alle s.r.l. PMI.

³⁶ Cfr. in questo senso: FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, p. 221; DI BITONTO, La s.r.l. “start-up innovativa”, in “Società a responsabilità limitata, guida pratica”, in “One Legale”, ultimo aggiornamento: settembre 2021, p. 12; ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 801;

Un primo argomento, seppur non dirimente, che depone a favore della tesi negativa è quello testuale; il settimo comma dell'art. 26 del d.l. 179/2012, infatti, non è stato oggetto di modifica da parte dell'art. 57 del d.l. 50/2017, con la conseguenza che la norma non menziona nel suo testo le PMI. Sul punto però la dottrina si è divisa tra chi ritiene che il dato testuale rappresenti un ostacolo insormontabile all'estensione a tutte le PMI dell'istituto degli strumenti finanziari partecipativi³⁷, e chi, invece, ritiene che l'estensione a tutte le PMI sia possibile in quanto si tratterebbe di un mero refuso del legislatore³⁸.

La prima tesi – sicuramente maggioritaria tra gli interpreti – valorizza il dato letterale: l'omesso richiamo del comma sette (dell'art. 26) in una norma (*i.e.* il primo comma, dell'art. 57, del d.l. 50/2017) che menziona i singoli commi, non sembra possa essere attribuito ad un semplice refuso del legislatore, ma è indice di una chiara presa di posizione di quest'ultimo³⁹.

CAGNASSO, S.r.l. aperta, in “Nuove Leggi Civili e Commerciali”, 2020, p. 1208 e ss., nota 21; LONATO, TOMMASI, Gli strumenti finanziari partecipativi, un'alternativa per le s.p.a., per le s.r.l. “innovative” e per le società quotate, in “il Societario”, 2020, p. 5; ABRIANI, La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata, in “Rivista di Diritto Societario”, 2019, p. 510; MALTONI, RUOTOLO, BOGGIALI, La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata, studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 101-2018/I, approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 19 aprile 2018, in “www.notariato.it”, p. 6 e ss.

³⁷ Cfr. FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, p. 221; ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 802; CAGNASSO, La s.r.l. piccola e media impresa (p.m.i.), in “Le società a responsabilità limitata”, a cura di C. Ibba e G. Marasà, Giuffrè, 2020, p. 125; NOTARI, Analisi *de iure condendo* delle varianti organizzative delle s.r.l. (start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive, in “Osservatorio del diritto civile e commerciale”, 2019, p. 257 e ss.; 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 “Rivista delle società”, 2018, p. 1452; ABRIANI, Struttura finanziaria, assetti proprietari e assetti organizzativi della società a responsabilità limitata PMI. “*Que reste-t-il della s.r.l.?*”, relazione al IX convegno annuale dell'associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale, in “Orizzonti del Diritto Commerciale”, Roma, 23-24 febbraio 2018; MALTONI, RUOTOLO, BOGGIALI, La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 6. Nonostante questa presa di posizione, gli autori che sostengono questa conclusione non nascondono la loro perplessità per una scelta legislativa che pare quanto mai affrettata e poco coordinata con il restante impianto normativo.

³⁸ Cfr. AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital* e la nuova s.r.l., in “Orizzonti del Diritto Commerciale”, 2020, 2, p. 404, nota 189; BUSI, Le modifiche statutarie per la gestione del *crowdfunding*, in “Società e Contratti, Bilancio e Revisione”, 2018, p. 9 e ss.

³⁹ Così CAGNASSO, La s.r.l. piccola e media impresa (p.m.i.), *cit.*, p. 125. Il primo comma, dell'art. 57, del d.l. 50/2017 prevede, infatti, che “*all'articolo 26, commi 2, 5 e 6, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, le parole: “start-up innovative” e “start-up innovativa”, ovunque ricorrano, sono sostituite dalla seguente: “PMI”*”.

I fautori della seconda tesi (che tra gli interpreti è sicuramente minoritaria), consapevoli delle ricadute positive che deriverebbero dall'estensione a tutte le piccole e medie imprese della facoltà di emettere strumenti finanziari partecipativi, portano diverse argomentazioni per cercare di superare la *littera legis*.

Un primo argomento fa leva sul fatto che l'intervento legislativo realizzato con il d.l. 50/2017 era finalizzato a superare "espressamente" una serie di divieti codicistici contenuti in norme a valenza proibitiva (artt. 2468, 2474 c.c.), il cui implicito superamento non sembrava del tutto corretto anche in considerazione della distinzione tra strumenti finanziari e quote di s.r.l., la quale è stata mantenuta nel nuovo testo dell'art. 100-ter del TUF (che definisce queste ultime – più genericamente – come "prodotti finanziari")⁴⁰; questo intervento però non sembrava (e non sembra) necessario per l'emissione degli strumenti finanziari, in quanto essi non sono previsti (e – di conseguenza – non sono vietati) dalle norme codicistiche dedicate alle s.r.l. Il vero ostacolo all'emissione degli strumenti finanziari da parte di s.r.l. PMI era rappresentato dall'originario contenuto dell'art. 100 del TUF, il quale non prevedeva tra i soggetti emittenti la s.r.l. PMI; questo problema sembra però essere ora risolto in ragione della nuova formulazione del primo comma dell'art. 100-ter del TUF.

Una seconda ragione a sostegno della soluzione maggiormente permissiva è rinvenibile nel fatto che la mancata modifica del settimo comma dell'art. 26 da parte del primo comma dell'art. 57 sarebbe stata solamente il frutto di un errore di coordinamento⁴¹. Il difetto di precisione da parte del legislatore nel novellare il d.l. 179/2012 non sarebbe, d'altronde, una novità, basti pensare all'art. 31, comma quattro: questa norma, che si occupa di regolare la c.d. temporaneità dello statuto speciale della start up innovativa, prevede che "*le clausole eventualmente inserite nell'atto costitutivo ai sensi dei commi 2, 3 e 7 dell'articolo 26, mantengono efficacia limitatamente alle quote di partecipazione*

⁴⁰ Cfr. BUSI, Le modifiche statutarie per la gestione del *crowdfunding*, *cit.*, p. 9 e ss.

⁴¹ Cfr. AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital* e la nuova s.r.l., *cit.*, p. 404.

già sottoscritte e agli strumenti finanziari partecipativi già emessi”; in questo caso il riferimento ai commi due e tre è sovrabbondante, in quanto la novella del 2017 ha esteso a tutte le s.r.l. PMI la possibilità di fruire dei medesimi (ben oltre quindi il limite temporale previsto per le start up innovative). Si può perciò condividere quanto affermato da un Autrice, ovvero che il legislatore, nel tentativo di stimolare la crescita economica, ha “sovrapposto norme non sufficientemente meditate e complessivamente non coordinate tra loro”⁴². Un’altra particolarità che emerge sempre dal quarto comma dell’art. 31 è rappresentata dal fatto che la norma *de qua* garantisce l’ultrattività degli strumenti finanziari già emessi, generando una sorta di paradosso: si consente ad una s.r.l. PMI non innovativa, ma *ex start up* innovativa, di conservare nella sua struttura finanziaria gli strumenti finanziari già emessi (pur non potendone emettere di nuovi), mentre tale possibilità non è concessa alle s.r.l. PMI non innovative che non sono state iscritte alla speciale sezione del registro delle imprese.

Un ulteriore argomento che avvalorava questa tesi minoritaria, e che fa sorgere ulteriori dubbi sulla reale volontà del legislatore, può essere rinvenuto nella relazione al Senato n. 180/1 del 2017 presentata in sede di conversione del d.l. 50/2017⁴³. Nel paragrafo dedicato all’art. 57 (che tra l’altro è rubricato “attrazione degli investimenti”) si afferma che *“l’articolo è finalizzato ad agevolare l’autonomo finanziamento delle PMI mediante capitale di rischio raccolto tramite privati, senza gravare sulle banche e tanto meno sullo Stato”*. Sorge così spontaneo un interrogativo: se la funzione dell’articolo è quella di agevolare il finanziamento privato delle piccole e medie imprese perché non estendere a tutte la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi? Una tale conclusione parrebbe logica soprattutto se si prendono in considerazione gli strumenti finanziari di quasi-capitale (sulla cui nozione ci si soffermerà *infra*), i quali – per la loro natura giuridica ed economica – vengono iscritti a bilancio in

⁴² L’efficace espressione è tratta da ADIUTORI, *Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative*, *cit.*, p. 803.

⁴³ SENATO DELLA REPUBBLICA, *Relazione aggiornata al d.l. 50/2017, n. 180/1, giugno 2017*, in “<https://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/01025009.pdf>”.

un'apposita riserva di patrimonio netto che si affiancherà al capitale sociale nella sopportazione del rischio d'impresa. A ciò si aggiunga che oggi il requisito dell'"innovatività" dell'oggetto sociale conserva un valore assolutamente residuale, quasi simbolico (basti pensare al fatto che le principali deroghe al diritto societario originariamente previste a beneficio delle sole start up innovative sono state progressivamente estese a tutte le s.r.l. PMI), e che non sembra sussistere un nesso particolarmente stringente tra innovazione e strumenti finanziari partecipativi tale da impedire alle PMI non innovative di avvalersene. Per queste ragioni sarebbe quanto mai opportuno estendere tale modalità di finanziamento anche a queste ultime in modo da mettere a disposizione degli operatori un ulteriore canale per far affluire nuove risorse nell'impresa, incrementando i piani sui quali è possibile modulare i rapporti di forza tra i soci, con l'ulteriore vantaggio di non interferire sugli assetti proprietari della società⁴⁴.

Per questo, nonostante i numerosi (e pure convincenti) argomenti a sostegno della tesi maggiormente permissiva, pare comunque difficile riuscire in via interpretativa a superare la lettera del settimo comma dell'art. 26⁴⁵; a prescindere da ciò, quello che pare unire la dottrina è l'invito, rivolto al legislatore, di estendere (per le ragioni già viste e una volta per tutte) l'istituto degli strumenti finanziari partecipativi a tutte le società a responsabilità limitata PMI.

In conclusione, per i motivi sopra esposti, si può dire che il comma sette dell'art. 26 del d.l. 179/2012 consente l'emissione di strumenti finanziari partecipativi – esclusivamente – alle s.r.l. start up innovative, incubatori certificati e, *ex art. 9, d.l. 3/2015*, PMI innovative.

⁴⁴ In senso conforme: FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, p. 252; CETRA, Le s.r.l.-p.m.i.: disciplina legale e autonomia statutaria, in "Banca Borsa Titoli di Credito", 2020, p. 821. Non condividono questa impostazione CIOCCA, GUACCERO, La raccolta di capitale di rischio delle P.M.I. attraverso i canali tradizionali, in "Start up e P.M.I. innovative", *cit.*, p. 851 e ss., i quali affermano che "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".

⁴⁵ Si segnala, inoltre, che ad oggi non risulta alcuna pronuncia giurisprudenziale sul punto.

3. Oltre l'obiettivo del legislatore

Se dal settimo comma dell'art. 26 del d.l. 179/2012 si può ricavare la legittimazione per le sole start up innovative (oltre che per gli incubatori certificati e per le PMI innovative, *ex art. 9, d.l. 3/2015*) ad emettere strumenti finanziari partecipativi, non si può trascurare come la norma lasci all'autonomia privata ampia libertà di individuare le concrete applicazioni dell'istituto.

Ciò nonostante, analizzando i lavori preparatori, è possibile individuare quella che probabilmente per il legislatore è (o per lo meno dovrebbe essere) la principale funzione dell'istituto. Nella relazione illustrativa allegata al d.l. 179/2012 si afferma, infatti che, *“il comma 7 estende all'impresa start-up innovativa e agli incubatori certificati un istituto ammesso nelle S.p.A., in particolare la libera determinazione dei diritti attribuiti ai soci, attraverso l'emissione di strumenti finanziari partecipativi (non imputati a capitale). L'estensione dell'operatività di queste opzioni statutarie anche alle imprese start-up innovative costituite in forma di S.r.l. ed agli incubatori certificati risponde alla ratio di consentire la diffusione di pratiche di work-for-equity attraverso l'assegnazione di strumenti partecipativi”*⁴⁶. Senza dilungarsi troppo sul punto, il *work for equity* è una pratica che consente di remunerare le collaborazioni esterne (come, per esempio, quelle con fornitori o personale altamente qualificato utile per lo sviluppo del *business*) con l'attribuzione di titoli (in questo caso strumenti finanziari partecipativi) in modo che tali collaboratori partecipino al rischio d'impresa e non appesantiscano la situazione finanziaria della società⁴⁷.

A livello pratico però si registra come l'utilizzo degli strumenti finanziari partecipativi in questa funzione sia poco diffuso⁴⁸. A prescindere da tale primaria

⁴⁶ Cfr. RELAZIONE AL D.L. 18/10/2012 n. 179, in [“https://www.tuttocamere.it/files/Archivio/Secondo_Decreto_Sviluppo_Relazione.pdf”](https://www.tuttocamere.it/files/Archivio/Secondo_Decreto_Sviluppo_Relazione.pdf).

⁴⁷ Cfr. FREGONARA, Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle società a responsabilità limitata innovative “chiuse”, in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 2017, p. 613 e ss.; GUIZZARDI, L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l., *cit.*, p. 557, nota 58.

⁴⁸ Cfr. AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, Il design contrattuale delle startup *VC-financed* in Italia, in “Analisi Giuridica dell'Economia”, 2021, p. 236 e p. 250. Gli Autori segnalano come su un campione di 1532 statuti non standard di start up innovative solamente in 21 casi è regolato il *work for equity*; a ciò si aggiunga che si tratta di “clausole molto generiche, lontane dalla prassi

funzione è innegabile come l'istituto rappresenti una notevole opportunità per le società innovative di reperire risorse monetarie a sostegno dell'iniziativa economica attraverso canali diversi da quelli tradizionali. Questo strumento "ibrido" può essere infatti utilizzato non solo per superare i problemi di finanziamento della società (legati per lo più all'accesso al sistema bancario) ma anche, per esempio, nel contesto di operazioni di *venture capital*.

Per comprendere le molteplici possibilità di utilizzo pare utile effettuare un rapido raffronto con quanto accade negli Stati Uniti d'America, che è il paese in cui il fenomeno delle start up innovative è maggiormente sviluppato, sia sotto il profilo giuridico che a livello di rilevanza economica⁴⁹. Nel mondo statunitense delle imprese innovative, i fondi necessari per lo sviluppo dell'idea imprenditoriale provengono di norma, nell'iniziale fase di avviamento (denominata in gergo *early stage*), dai fondatori stessi e da un gruppo di soggetti descritto con l'acronimo *FFF*, ovvero *family, friends and fools* (famigliari, amici e folli). Detti investitori acquistano normalmente partecipazioni ordinarie, condividendo i medesimi diritti e rischi dell'imprenditore fondatore, e ciò in ragione del fatto che sia le relazioni personali esistenti tra essi, sia l'ammontare modesto dell'investimento scoraggiano l'avvio di più costose e sofisticate negoziazioni contrattuali. A seguire, sempre nell'*early stage*, un ruolo centrale è svolto dai c.d. *business angels*, ovvero singoli soggetti facoltosi, i quali si servono di strumenti d'investimento maggiormente protettivi quali azioni privilegiate convertibili, obbligazioni convertibili o il c.d. *SAFE* (ovvero il *Simple Agreement for Future Equity*, che si avrà modo di approfondire *infra*). Quanto poi alla successiva fase di espansione si assiste sovente all'ingresso di investitori istituzionali quali fondi di *venture capital*, i quali (di norma) sottoscrivono azioni privilegiate convertibili che assicurano diritti e tutele speciali rispetto a quelle riservate ai soci ordinari.

statunitense e meramente riprodotte della possibilità concessa alle startup di assegnare quote proprie ai collaboratori e dipendenti”.

⁴⁹ Per un'analisi completa del fenomeno vedasi: AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital* e la nuova s.r.l., *cit.*, p. 387 e ss.

Ciò che si può notare da questa breve esposizione è come il finanziamento della start up avvenga in un modo peculiare, cioè senza coinvolgere il sistema bancario, ossia quella che nel nostro sistema è la principale fonte di finanziamento delle imprese. Ecco che questa “terza via” rappresentata dagli strumenti finanziari partecipativi costituisce una vera e propria rivoluzione per le s.r.l. (*rectius*: s.r.l. innovative) dato che prima della novella del 2012 una tale soluzione non era prevista dall’ordinamento, con la sola eccezione, seppur difficilmente praticabile, dei titoli di debito⁵⁰.

Quello che rende particolarmente appetibile lo strumento finanziario partecipativo è sicuramente rappresentato dall’ampia libertà riconosciuta all’autonomia privata di adattarlo alle esigenze che può avere la società emittente, attribuendo ai sottoscrittori i più vari diritti patrimoniali o amministrativi. Questo è possibile ricavarlo dal fatto che il comma sette dell’art. 26 non indica quali caratteristiche deve avere lo strumento finanziario, con l’unico limite rappresentato dal divieto di voto nelle decisioni e nelle assemblee dei soci (dal tenore della norma però, a contrario, si deduce che ai possessori degli strumenti finanziari può essere riconosciuto il diritto di *voice* su argomenti specificamente indicati dall’atto costitutivo).

Tra le connotazioni più interessanti che può avere in concreto lo strumento finanziario partecipativo vi è, senza ombra di dubbio, la previsione di un diritto (o obbligo) di conversione dello strumento finanziario in capitale. Così pensato l’istituto degli strumenti finanziari partecipativi si pone a servizio di operazioni di *venture capital* (d’ora in avanti anche *VC*), ossia di quelle “attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l’obiettivo della valorizzazione dell’impresa oggetto dell’investimento, ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine”⁵¹. Oggetto delle operazioni di *VC* sono in particolare imprese ad alto potenziale di sviluppo, sia

⁵⁰ Come, infatti, dispone il secondo comma dell’art. 2483 c.c. i titoli di debito possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali ed in caso di successiva circolazione del titolo, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima.

⁵¹ Questa è la definizione di *venture capital* data dall’A.I.F.I. ovvero l’Associazione Italiana del *Private Equity* e *Venture Capital*.

in termini dimensionali che reddituali, guidate da imprenditori carismatici o con specifica esperienza nel settore di appartenenza; l'orizzonte temporale dell'investimento, è solitamente di medio/lungo termine anche se non vi è una precisa scadenza per il rimborso⁵². Ulteriori caratteristiche dell'operazione *de qua* vanno rinvenute nella circostanza che, differentemente dal finanziamento bancario, non è previsto il pagamento di interessi all'investitore, e che costui non si pone in una posizione terza rispetto alla società, ma si colloca all'interno della direzione aziendale con, quindi, un interesse diretto allo sviluppo del *business* e non alla sola solvibilità dell'impresa⁵³. L'obiettivo di questi investitori, che normalmente finanziano la fase di avvio e primo sviluppo del progetto (*early stage* ed *expansion financing*) è quello di guadagnare non tanto dalla ordinaria distribuzione di utili (che, peraltro, nelle prime fasi di sviluppo dell'impresa, difficilmente si verifica o, comunque, assume dimensioni rilevanti), quanto al momento dell'*exit*, contando sulla (potenzialmente) considerevole crescita di valore, nel medio-lungo termine, che imprese fortemente innovative potrebbero realizzare⁵⁴.

L'operazione, per come qui sinteticamente descritta, ben si presta ad essere realizzata attraverso l'istituto degli strumenti finanziari: si consente infatti alla start up emittente di finanziare la propria attività senza dover contrarre alcun debito e, allo stesso tempo, all'investitore si garantisce la possibilità di convertire l'investimento in capitale, concordando un tasso di conversione vantaggioso. Come insegna inoltre la prassi d'oltreoceano l'investitore, soprattutto se entra in gioco nella fase di *early stage*, subordina il suo coinvolgimento alla possibilità di ottenere, tramite la conversione un notevole ritorno per aver rischiato nella fase iniziale del *business*, massimizzando così i profitti dell'investimento⁵⁵.

⁵² Cfr. CEROLI, BONSIGNORE, *Venture capital*, in "il Societario", 2019, p. 1.

⁵³ Cfr. POLLASTRO, Le società innovative (II parte) - Il finanziamento delle società innovative tramite *venture capital*, in "Giurisprudenza Italiana", 2021, p. 2257.

⁵⁴ Cfr. POLLASTRO, Le società innovative (II parte) - Il finanziamento delle società innovative tramite *venture capital*, *cit.*, p. 2257.

⁵⁵ Cfr. AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, *cit.*, p. 411. Gli Autori poi, a nota 209, sottolineano come "il rapporto di cambio di un titolo convertibile è raramente stabilito esclusivamente sulla base degli indici patrimoniali/reddituali dell'emittente al momento dell'emissione, necessariamente riflettendo le aspettative di futuro

Realizzata la conversione, il *venture capitalist* potrà monetizzare il proprio investimento cedendo le quote della società che nel frattempo avranno, sperabilmente, aumentato il proprio valore.

4. La (lacunosa) disciplina degli strumenti finanziari partecipativi nelle società innovative ed il ruolo dell'autonomia privata

Già da una prima e seppur sommaria lettura dell'art. 26 comma sette del d.l. 179/2012 non si può non notare come la disposizione si caratterizzi per la sua sinteticità di contenuti; il legislatore si limita infatti ad indicare il nucleo essenziale di disciplina, rimettendosi per il resto all'autonomia privata, la quale dovrà operare nel rispetto delle norme imperative proprie dello statuto della società a responsabilità limitata.

Un lettore esperto non può poi non rilevare come il disposto della norma ricalchi la struttura del comma sei dell'art. 2346 c.c. Tale disposizione però è corredata da ulteriori prescrizioni che ne vanno ad integrare il contenuto e che invece non sono in alcun modo richiamate nel Decreto Sviluppo *bis*; si tratta in particolare:

- dell'articolo 2349 c.c. il quale (al secondo comma) si occupa dell'assegnazione ai prestatori di lavoro dipendenti della società di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi;
- dell'articolo 2351 c.c. che consente alla società emittente di attribuire ai titolari degli strumenti finanziari il diritto di voto su argomenti specificamente indicati, oltre che la possibilità di nominare un componente indipendente del consiglio di amministrazione oppure un sindaco;

apprezzamento dei titoli di compendio legate all'incremento patrimoniale e reddituale derivanti dal successo dell'attività d'impresa".

- dell'articolo 2376 c.c. che mira a salvaguardare la posizione dei portatori di strumenti finanziari partecipativi in caso di adozione da parte dell'assemblea di una delibera pregiudizievole dei loro diritti;
- dell'articolo 2411 c.c. che consente di condizionare i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società.

A ben vedere però la mancata previsione nel Decreto Sviluppo *bis* di norme di questo genere non pare una perdita particolarmente significativa; esse infatti non introducono disposizioni di particolare pregio o imperative (ad eccezione forse dell'art. 2351 c.c. che ammette il diritto di voto su specifici argomenti⁵⁶ e dell'art. 2376 c.c. in materia di assemblee speciali), tanto che queste possono essere facilmente riprodotte all'interno del regolamento di emissione mediante un sapiente uso dell'autonomia privata.

Probabilmente la volontà del legislatore del 2012 è stata quella di non “ingessare” troppo l'autonomia privata, tenendo conto anche delle peculiari caratteristiche della società a responsabilità limitata rispetto alla società azionaria. Non si deve dimenticare infatti come la società a responsabilità limitata abbia una struttura maggiormente flessibile rispetto a quanto rigidamente previsto dal Codice per la società per azioni; emblematici in questo senso sono la non obbligatorietà del collegio sindacale nella s.r.l., il riconoscimento a ciascun socio *ex art.* 2476 c.c., comma due, del diritto di controllo⁵⁷, l'attribuzione ai soci *ex art.* 2468 c.c., comma tre, di diritti particolari sull'amministrazione della società o sulla distribuzione degli utili e così via.

⁵⁶ La reale portata di tale diritto è fortemente discussa in dottrina; ad una tesi che ritiene esprimibile il voto solo nelle assemblee speciali se ne contrappone un'altra che sostiene invece che il voto sia esprimibile anche nell'assemblea generale. Per una più completa esposizione delle contrapposte posizioni e della bibliografia si consenta il rinvio a ROMANO, Commento all'art. 2351 c.c., in “DeJure.it”.

⁵⁷ È controversa in dottrina l'estensione di tale diritto; si discute cioè se esso spetti unicamente ai soci non amministratori (come afferma il disposto dell'art. 2476 c.c.) o se abbia un'estensione più ampia. Dottrina e giurisprudenza sembrano propendere per questa seconda interpretazione. Per una prima disamina della questione vedasi VERBANO, Commento all'art. 2476 c.c., in “Commentario breve al Codice Civile”, a cura di G. Cian, CEDAM, in “OneLegale.WoltersKluwer.it”, ultimo aggiornamento aprile 2022, p. 3046; ROMANO, Commento all'art. 2476 c.c. in “DeJure.it”; CAPELLI, Commento all'art. 2476 c.c. in “OneLegale.it”.

A ciò si aggiunga che la start up innovativa, essendo per sua natura una società che ha appena avviato la propria attività economica, necessita, più ancora rispetto ad una società per azioni, di gestire le proprie finanze in modo rigoroso, e ciò inevitabilmente le impone di avere, fintanto che il *business* non si sarà consolidato, una struttura societaria che a livello di costi non incida troppo sulle finanze aziendali. Difficile pare quindi, per esempio, la trasposizione dell'art. 2351 c.c. nella parte in cui consente ai portatori di strumenti finanziari di nominare un membro del collegio sindacale, in quanto i costi derivanti dalla previsione statutaria di tale organo (ancor di più in caso di composizione collegiale) peserebbero sul bilancio in modo non trascurabile.

Ciò nonostante, in dottrina ci si è posti l'interrogativo sul se sia possibile applicare, mediante interpretazione estensiva o analogica, la disciplina delle società per azioni alle s.r.l. start up e PMI innovative.

Conviene partire anzitutto dalla tesi più restrittiva⁵⁸. L'Autrice sostiene che per effetto delle modifiche al diritto societario relative alle PMI costituite in forma di s.r.l. si sia realizzato un sensibile avvicinamento di questo tipo alla disciplina della società per azioni, con inevitabili ricadute interpretative in sede di ricostruzione della normativa applicabile; a porsi, in particolare, è la questione dell'integrabilità delle disposizioni con norme tratte dallo statuto della società per azioni, stante "l'affinità dei modelli derivante dal potenziale ricorso al mercato". L'Autrice ritiene, tuttavia, che sia opportuno limitare il ricorso "all'integrazione con riferimento ai soli istituti posti a tutela degli interessi connessi al buon funzionamento del mercato e alla tutela del pubblico risparmio, mentre lascia perplessi l'ipotesi di applicare, in via diretta o analogica, alle s.r.l.-PMI aperte le norme di diritto societario che disciplinano i rapporti interni tra i soci". E questo anche perché i trapianti di disciplina da un tipo all'altro sono complessi e rischiano di snaturare più di quanto necessario il modello di destinazione, con ricadute non sempre controllabili sul piano sistematico. Se quindi ben si è compreso il ragionamento che sta alla base di questa osservazione, agli strumenti

⁵⁸ Cfr. CORSO, S.r.l.-pmi aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori, in "Banca Borsa Titoli di Credito", 2019, p. 882.

finanziari emessi da una società innovativa sembrerebbe non essere possibile estendere, in via analogica, la disciplina prevista agli artt. 2346 c.c. e ss.; diversa sarebbe probabilmente la conclusione nel caso di un'eventuale offerta al pubblico di strumenti finanziari, la cui ammissibilità è però fortemente dibattuta tra gli interpreti.

Altri autori sostengono, invece, la tesi opposta, ossia la tendenziale applicazione analogica alle s.r.l. start up innovative della disciplina dettata per gli strumenti finanziari per le s.p.a.⁵⁹ Una tale soluzione sarebbe giustificata da due argomenti: da un lato la disciplina codicistica dettata per le s.p.a., per quanto frammentaria, è l'unica ad essere contenuta in un testo legislativo e ad avere portata generale; dall'altro lato, l'intero art. 26 del d.l. 179/2012 persegue l'obiettivo di eliminare, o per lo meno attenuare, le differenze che sussistono tra società per azioni e società a responsabilità limitata in punto di attrazione di capitali nell'iniziativa imprenditoriale. Ne deriverebbe che: il diritto di voto, seppur in determinate materie, potrebbe essere esercitato dai portatori degli strumenti finanziari (cfr. art. 2351, comma 5, c.c.)⁶⁰; la società potrebbe deliberare l'assegnazione degli strumenti finanziari ai suoi dipendenti (cfr. art. 2349, comma 2, c.c.); sarebbe obbligatoria un'assemblea speciale dei titolari di strumenti finanziari (cfr. art. 2376 c.c.)⁶¹; gli strumenti finanziari potrebbero

⁵⁹ Cfr. GARCEA, Le "nuove" s.r.l. e l'autonomia statutaria: partecipazione sociale, indebitamento ed emissione di strumenti finanziari, *cit.*, p. 599. Per un approccio più cauto si veda MONTALENTI, Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli", in "Giurisprudenza Commerciale", 2016, p. 421 e ss.

⁶⁰ Favorevoli all'ammissibilità del diritto di voto in assemblea generale su specifici argomenti, a prescindere dal fatto che si ammetta l'applicazione analogica della norma *de qua*, anche ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, in "Start up e P.M.I. innovative", *cit.*, p. 819; CIAN, Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo, *cit.*, p. 1193. Richiamando le parole della prima Autrice citata "non sembra incompatibile con la struttura della società a responsabilità limitata il riconoscimento del diritto di voto su specifici argomenti, in quanto tale previsione non rientrerebbe nel divieto generale segnalato, che assumerebbe solo la funzione di non consentire una totale equiparazione, sotto questo profilo, con la posizione di socio, voto relativo a determinati argomenti eventualmente esprimibile in assemblea speciale di categoria o piuttosto come voto integrante di quello espresso dai soci".

⁶¹ Cfr. COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima I.N.11 - Assemblee speciali in presenza di quote di categoria, in "www.notaitriveneto.it". Con questa massima, relativa alle assemblee speciali in presenza di categorie di quote ma ben applicabile anche al caso in cui siano emessi strumenti finanziari partecipativi, i notai del triveneto non prendono espressamente posizione in ordine

essere assoggettati alle norme in tema di obbligazioni (*rectius*: dei titoli di debito) (art. 2411 c.c.).

Questo secondo orientamento è quello che pare essere maggiormente convincente, non fosse altro che l'alternativa sarebbe lasciare totalmente privi di una regolamentazione minima gli strumenti finanziari nelle s.r.l. innovative. Va però tenuto a mente che le uniche due norme "autoapplicative" presenti nella disciplina delle s.p.a. sono gli artt. 2376 e 2411 c.c., le quali sembrano essere in grado di ben adeguarsi, senza determinare alcuno stravolgimento, all'ecosistema delle società innovative. Questo carattere "autoapplicativo" è una conseguenza del carattere imperativo che connota queste due disposizioni; esse però sembrano essere (oltre – ovviamente – al sesto comma dell'art. 2346 c.c.) le uniche ad avere una tale peculiarità all'interno della disciplina codicistica degli strumenti finanziari partecipativi, avendo una (l'art. 2376 c.c.) la funzione di tutelare gli investitori, mentre l'altra (l'art. 2411 c.c.) la funzione di evitare che venga elusa la disciplina delle obbligazioni.

Meritano però di essere approfonditi due ulteriori profili, uno di carattere empirico, ed uno di carattere sistematico.

Quanto al primo pare opportuno riportare la riflessione di un Autore che analizza l'attribuzione al titolare dello strumento finanziario, *ex art. 2351 c.c.*, del diritto di nominare un membro dell'organo amministrativo o di quello di controllo⁶². In linea di principio – afferma l'Autore – non sembrerebbe esservi una ragione plausibile per escludere l'applicazione in via analogica delle regole contenute nell'art. 2351 c.c. alla start up innovativa. Tale conclusione è però tutt'altro che inattaccabile: mentre, infatti, l'attribuzione di un simile potere non sarebbe stridente qualora l'organo amministrativo o quello di controllo siano

all'ammissibilità o meno dell'interpretazione analogica dell'art. 2376 c.c., tuttavia affermano che "stante la mancanza di una disciplina legale espressa sul punto è opportuno che lo statuto di S.r.l.-PMI disciplini il procedimento decisionale che consente di adottare le delibere che pregiudicano i diritti dei titolari di una determinata categoria di quote di partecipazione". Parrebbe dunque opportuna un'espressa previsione statutaria sul punto al fine di prevenire eventuali problemi derivanti dalla lacuna legislativa.

⁶² CIAN, *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, *cit.*, p. 1193 e ss.

collegiali, maggiori perplessità sorgono nel momento in cui la società abbia optato per un regime di amministrazione disgiuntiva o quando l'organo di controllo sia monocratico; una tale *governance* societaria costringerebbe a reputare incompatibile il riconoscimento di una tale prerogativa al titolare degli strumenti finanziari. Ne consegue che la necessità di calibrare i diritti di *voice* di tipo forte alle possibili formule organizzative eleggibili dalla società spinge nella direzione di un loro innesto solo selettivo all'interno del modello.

L'altra considerazione – ovvero quella di carattere sistematico – è incentrata sul ruolo primario che l'autonomia privata svolge in tale ambito. Le norme che completano la disciplina legale degli strumenti finanziari nelle società per azioni, eccezion fatta forse per la norma relativa alle assemblee di categoria, presuppongono in ogni caso un intervento a monte dell'autonomia privata; tali norme, cioè, rimarrebbero lettera morta se nel regolamento di emissione non si introducessero delle disposizioni che ne consentano la concreta operatività. A ciò si aggiunga che la s.r.l., come si è già avuto modo di ricordare, presenta per sua natura una struttura maggiormente flessibile rispetto alle s.p.a., con la conseguenza che un'automatica applicazione analogica delle norme previste per questa seconda mortificherebbe l'impulso creativo dell'autonomia privata e potrebbe generare delle situazioni di inefficienza. Si pensi per esempio all'art. 2376 c.c. che prevede che *“se esistono diverse categorie di azioni o strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi, le deliberazioni dell'assemblea, che pregiudicano i diritti di una di esse, devono essere approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata”*. Vista però l'ampia libertà riconosciuta alle parti nella definizione del regolamento di emissione potrebbe essere più confacente agli interessi di investitore ed emittente riconoscere tra i diritti amministrativi un diritto di controllo con un eventuale potere di veto in ordine a determinate operazioni salvaguardando così ugualmente gli interessi dell'investitore.

Ciò detto, la strada che pare maggiormente percorribile, e che probabilmente meglio valorizza le intenzioni del legislatore, è quella che riconosce una posizione preminente all'autonomia privata, cui è attribuito l'onere

di ricalibrare la disciplina grazie agli ampi spazi che le norme dedicate alla società a responsabilità limitata le concedono⁶³; nonostante essa abbia un'ampiezza che non è ancora paragonabile a quella riconosciuta alla *GmbH* tedesca o alla *Limited Liability Company* del Delaware, questo approccio è sicuramente da vedere con favore, in quanto consente di sviluppare nuove soluzioni che permettono di meglio adeguarsi alle esigenze del mercato⁶⁴.

C'è tuttavia un ultimo aspetto da considerare che inevitabilmente finisce per ridimensionare quanto finora esposto. L'ampia autonomia privata rappresenta a tutti gli effetti una grande opportunità che viene riconosciuta alle parti; questa potenzialità rischia però di rimanere solo sulla carta, di non concretizzarsi, di rappresentare solo una grande illusione. Infatti, l'autonomia privata per potersi esplicare (specie qualora si debba procedere ad operazioni come quella legata all'emissione di strumenti finanziari partecipativi) comporta l'esborso di ingenti somme di denaro per remunerare i professionisti coinvolti nell'operazione ai quali è attribuito il compito di tradurre in linguaggio giuridico le volontà delle parti. Ne consegue che l'esborso economico da corrispondere a tali soggetti per i servizi resi rischia senz'altro disincentivare il ricorso all'istituto⁶⁵. È evidente che a tale problematica siano maggiormente esposte le società di nuova costituzione: per questo le parti (*i.e.* la società emittente e l'investitore) potrebbero concordare che sia l'investitore a sostenere le spese legali dell'operazione, ovvero un soggetto che tendenzialmente si caratterizza per avere una situazione patrimoniale e finanziaria che gli consente di sostenere tali esborsi in luogo della società emittente.

⁶³ Cfr. CORSO, S.r.l.-pmi aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori, *cit.*, p. 885 e ss.

⁶⁴ Cfr. AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital* e la nuova s.r.l., *cit.*, p. 357.

⁶⁵ Anche la dottrina è consapevole di questa problematica. Vedasi su tutti CORSO, S.r.l.-pmi aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori, *cit.*, p. 886, nota 25. Qui l'Autrice riconosce che "il ricorso all'autonomia privata per confezionare uno "statuto su misura" genera costi di transazione e sollecita inevitabilmente una valutazione comparativa dei costi-benefici".

5. I meccanismi d'investimento in una start up innovativa negli Stati Uniti d'America

In chiusura di questo primo capitolo pare opportuno approfondire quanto si è già avuto modo di accennare nei precedenti paragrafi, e cioè le forme di investimento nel mercato statunitense delle start up innovative. Quest'analisi non ha una mera finalità illustrativa, ma si pone come obiettivo quello di cogliere gli aspetti salienti di alcuni istituti che hanno favorito lo sviluppo del sistema delle società innovative generando effetti positivi sull'economia americana, in modo da stimolare l'elaborazione di nuovi modelli d'investimento e favorire la crescita delle realtà imprenditoriali nel nostro Paese⁶⁶. I margini di crescita si possono notare in particolare ponendo a confronto i dati di diversi paesi sul complessivo ammontare delle operazioni di *venture capital*: nel 2021 in Italia si è investito in start up la cifra record (a livello nazionale) di 1,243 miliardi di euro, segnando un +118% rispetto al 2020; questa cifra è però risibile se paragonata con gli investimenti in *venture capital* in Germania, dove nel 2021 è stata registrata la cifra di 16,2 miliardi di euro, in crescita rispetto ai 4,5 miliardi del 2020⁶⁷. Un ultimo dato che permette di evidenziare (se ce ne fosse ancora bisogno) le grandi possibilità di crescita di questo settore è quello degli Stati Uniti: qui, nel 2021, gli investimenti in *venture capital* sono stati per circa 329,9 miliardi di dollari (*sic!*) in aumento rispetto ai 166,6 miliardi di dollari del 2020⁶⁸.

Uno dei principali strumenti d'investimento in start up innovative che si è sviluppato nella prassi americana è il c.d. SAFE (acronimo di *Simple Agreement for Future Equity*). Esso è stato sviluppato da un importante incubatore di start up statunitense (Y Combinator) e consiste sostanzialmente in un contratto che attribuisce all'investitore il diritto in futuro a divenire titolare di quote di

⁶⁶ L'analisi si limiterà agli istituti astrattamente replicabili nel nostro ordinamento attraverso gli strumenti finanziari partecipativi, quindi si premette sin d'ora che non verranno prese in considerazione tutte le soluzioni sviluppate negli Stati Uniti.

⁶⁷ Dati rinvenuti in D'ASCENZO, *Venture capital record: in Italia supera il miliardo investito*, in "Il Sole 24 ORE," 11 febbraio 2022.

⁶⁸ Dati rinvenuti in MATHUR, *Six charts that show 2021's record year for US venture capital*, in "https://pitchbook.com/", January 19, 2022.

partecipazione di tipo privilegiato nella società attraverso la conversione del SAFE in capitale. Le ragioni del successo e della rapida diffusione di questo strumento sono da rinvenirsi nella formula agile, reperibile *on line* e presentata come *super partes* da un incubatore che vanta noti casi di successo⁶⁹.

Questo istituto è utilizzato soprattutto nelle fasi di “*seed financing*” o “*seed funding*”, ovvero le fasi iniziali della vita delle start up quando cioè ad investire sono soprattutto i c.d. FFF (*family, friends and fools*) ed i *business angels*⁷⁰. Si tratta di investimenti caratterizzati da un alto rischio, in quanto la società si trova ancora in una fase iniziale ed incerta⁷¹. Esso può essere qualificato come uno strumento di semi *equity* in ragione del fatto che si differenzia sia dagli ordinari strumenti di debito (non è infatti prevista la remunerazione dell’investimento con interessi) che dal capitale vero e proprio (la conversione in capitale è – come si accennava – posticipata ad un momento futuro ed eventuale).

Il vantaggio che offre il SAFE sta nel fatto che esso rappresenta un “ponte” verso un successivo “*Series A Funding*” (ovvero un *round* di investimento successivo e più consistente)⁷²; questo perché, al momento in cui si ricorre allo strumento *de quo*, si scontrano molteplici problematiche che il SAFE riesce a mitigare: da un lato la start up necessita di liquidità immediata per dare avvio all’esecuzione del piano di sviluppo del *business*, dall’altro lato gli investitori – tradizionalmente – prediligono un investimento direttamente in *equity*, “ma non sempre risulta opportuno né per gli investitori né per i *founders*, procedere con un tradizionale *round* di investimento in capitale, sia per la

⁶⁹ Cfr. REDOANO, Il “*Simple Agreement for Future Equity*” nel diritto italiano, in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 2021, p. 975.

⁷⁰ È discusso se in questa prima fase intervengano o meno i fondi di *VC*. In senso favorevole: TULLIO, Gli investimenti corporate nelle start-up: il *corporate venture capital*, in “Analisi Giuridica dell’Economia”, 2021, p. 112; LONATO, TOMMASI, Gli strumenti finanziari partecipativi, un’alternativa per le s.p.a., per le s.r.l. “innovative” e per le società quotate, in “il Societario”, 2020, p. 5 e ss. In senso contrario: REDOANO, Il “*Simple Agreement for Future Equity*” nel diritto italiano, *cit.*, p. 972 e ss. e AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital* e la nuova s.r.l., *cit.*, p. 382.

⁷¹ Cfr. LONATO, TOMMASI, Gli strumenti finanziari partecipativi, un’alternativa per le s.p.a., per le s.r.l. “innovative” e per le società quotate, *cit.*, p. 6.

⁷² Il lemma “*round*” viene utilizzato per indicare “ogni operazione di investimento nel capitale sociale della società” e ogni “*round*” è identificato con una lettera progressiva (per esempio Round A, Round B, Round C etc.); così REDOANO, Il “*Simple Agreement for Future Equity*” nel diritto italiano, *cit.*, p. 975, nota 13.

difficoltà di giungere ad un accordo condiviso relativamente alla c.d. valorizzazione *pre-money* della società (e questo per l'assenza di parametri economici valutabili), sia per evitare che i tempi necessari al completamento del *round* provochino un ritardo all'avvio del progetto e, di conseguenza, un danno (anche fatale) alla società stessa”⁷³. Il SAFE risolve queste problematiche in quanto la start up si assicura subito i fondi necessari per la prosecuzione dell'attività aziendale mentre l'investitore si garantisce la futura conversione in *equity* dell'investimento fatto, raggiungendo il suo obiettivo di possedere una parte del capitale sociale⁷⁴. Ne risulta un regolamento contrattuale relativamente breve, in quanto la negoziazione tra la start up e l'investitore è limitata a due soli elementi: l'ammontare dell'investimento e lo sconto sul prezzo di sottoscrizione nel futuro aumento di capitale (oppure un limite massimo da applicare alla valutazione della società ai fini della conversione); infatti, come viene ricordato in dottrina, “la valutazione della società e il conseguente valore della partecipazione da assegnare al portatore del SAFE non sono oggetto di negoziazione. In base al regolamento del SAFE, infatti, la conversione avverrà sulla base della valutazione della società concordata, in un secondo momento, tra la start up e il successivo investitore per l'operazione di aumento del capitale; applicando a detta valutazione lo sconto si determina il valore della partecipazione da assegnare a seguito di conversione”⁷⁵.

Normalmente il SAFE non presenta un termine entro il quale dev'essere effettuata la conversione; ciononostante le parti possono concordare la previsione di una c.d. “*Conversion Option Date*” al raggiungimento della quale, qualora

⁷³ Cfr. LONATO, TOMMASI, Gli strumenti finanziari partecipativi, un'alternativa per le s.p.a., per le s.r.l. “innovative” e per le società quotate, *cit.*, p. 6; REDOANO, Il “*Simple Agreement for Future Equity*” nel diritto italiano, *cit.*, p. 976.

⁷⁴ Come ricordano LONATO, TOMMASI, Gli strumenti finanziari partecipativi, un'alternativa per le s.p.a., per le s.r.l. “innovative” e per le società quotate, *cit.*, p. 6, “il vantaggio per l'investitore sta nel fatto che, in caso di successivo “*Series A Funding*”, lui potrà convertire in *equity* della società l'importo investito, alle stesse condizioni dell'investitore che porta il “*Series A Funding*”, ovvero a condizioni generalmente più convenienti per l'investitore rispetto a quelle della fase di “*seed financing*”.

⁷⁵ Cfr. REDOANO, Il “*Simple Agreement for Future Equity*” nel diritto italiano, *cit.*, p. 976.

nessun evento disciplinato dal regolamento contrattuale si sia verificato, avrà comunque luogo la conversione in *equity*⁷⁶.

Condizione necessaria affinché si realizzi la conversione automatica in capitale dell'investimento è che si verifichi uno degli eventi futuri previsti nel contratto. Proprio per questo automatismo nella conversione, la quale dunque è sottratta alla mera volontà dell'investitore, è opportuno parlare di investimento *convertendo* in capitale. La conversione di norma è provocata:

- da un "*Liquidity Event*", con ciò intendendosi un'operazione di acquisizione, fusione o quotazione in un mercato regolamentato;
- da un evento di "*Equity Financing*", ossia un aumento di capitale con ingresso di ulteriori investitori;
- dalla distribuzione dei dividendi e delle riserve ai soci della società⁷⁷.

Il SAFE si caratterizza, inoltre, per l'assenza di un generalizzato diritto al rimborso delle somme apportate; tuttavia, questo può essere riconosciuto all'investitore per i casi in cui si verifichi un certo evento di liquidità oppure un c.d. "*Dissolution Event*" (ossia lo scioglimento o fallimento della società)⁷⁸. Inoltre, una terza ipotesi di rimborso diffusasi di recente emerge con riferimento ad una delle ultime versioni del SAFE ovvero il "*Post-Money SAFE*"⁷⁹: qui si riconosce alla start up il diritto di recesso dal contratto qualora il titolare del SAFE non sia più (al momento della conversione) un *accredited investor* con l'inevitabile conseguenza, però, che ove la società eserciti tale diritto dovrà rimborsare all'investitore l'apporto.

⁷⁶ Come suggerisce la dottrina (LONATO e TOMMASI, Gli strumenti finanziari partecipativi, un'alternativa per le s.p.a., per le s.r.l. "innovative" e per le società quotate, *cit.*, p. 7) "parrebbe possibile mutuare nel regolamento degli strumenti finanziari partecipativi clausole tipiche nella prassi americana dei SAFE, come ad esempio le clausole di "accelerazione" viste in precedenza ("*Equity Financing*" e "*Liquidity Event*"), che consentono all'investitore di convertire l'investimento anticipatamente rispetto alla data di conversione".

⁷⁷ Cfr. REDOANO, Il "*Simple Agreement for Future Equity*" nel diritto italiano, *cit.*, p. 975 e ss. e LONATO TOMMASI, Gli strumenti finanziari partecipativi, un'alternativa per le s.p.a., per le s.r.l. "innovative" e per le società quotate, *cit.*, p. 6.

⁷⁸ Cfr. REDOANO, Il "*Simple Agreement for Future Equity*" nel diritto italiano, *cit.*, p. 977 e AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital* e la nuova s.r.l., *cit.*, p. 383 e ss.

⁷⁹ Cfr. REDOANO, Il "*Simple Agreement for Future Equity*" nel diritto italiano, *cit.*, p. 977.

Un istituto così congegnato ben potrebbe essere adottato anche all'interno del nostro ordinamento, non essendovi ragioni che impongano di considerarlo incompatibile con esso⁸⁰. L'illiceità di un tale meccanismo non può essere rinvenuta né nell'assenza di un termine finale entro il quale la conversione deve realizzarsi (sono infatti tollerati dalla normativa comunitaria i c.d. prestiti irredimibili, ossia finanziamenti di durata perpetua), né nella causa sottesa al contratto tra investitore e società emittente⁸¹; inoltre lo schema su cui si fonda (come si avrà modo di approfondire ai capitoli successivi) si presta ad essere riprodotto grazie all'istituto degli strumenti finanziari.

Un ulteriore strumento di investimento che si è diffuso nella prassi d'oltreoceano è rappresentato dalla c.d. "*convertible note*"; questa presenta caratteri meno innovativi rispetto al SAFE, in quanto costituisce un ibrido tra un prestito obbligazionario ed un mutuo (quindi un vero e proprio debito) che si converte in capitale al verificarsi di un successivo aumento di capitale o al raggiungimento di determinate fasi di avanzamento (c.d. *milestones*)⁸².

Essendo una sorta di prestito obbligazionario convertibile le somme incamerate andranno iscritte a bilancio tra i debiti della società; a ciò si aggiunga che la start up dovrà riconoscere all'investitore un certo interesse, attribuendo così a quest'ultimo un ulteriore vantaggio di carattere patrimoniale oltre al diritto alla conversione in capitale e allo sconto sul prezzo di conversione. *Ça va sans*

⁸⁰ Cfr. REDOANO, Il "*Simple Agreement for Future Equity*" nel diritto italiano, *cit.*, p. 979.

⁸¹ Con specifico riferimento al profilo attinente alla causa, un'Autrice (REDOANO, Il "*Simple Agreement for Future Equity*" nel diritto italiano, *cit.*, p. 981 e ss.) afferma che "il Safe è un contratto di investimento plasmato sulle esigenze della start up e degli investitori sufficientemente esperti che ne supportano le fasi iniziali; come in precedenza osservato, la start up persegue l'interesse di reperire finanza alternativa al capitale di debito (peraltro difficilmente accessibile), mentre l'investitore, valutata la prospettiva di crescita anche finanziaria, intende entrare nel capitale sociale della start up in un momento futuro, avvantaggiandosi delle condizioni di ingresso negoziate dal successivo investitore, presumibilmente più sofisticato e dotato di maggior peso contrattuale e di migliori consulenti legali. In aggiunta, grazie alla pattuizione di uno sconto o di un limite massimo da applicare alla valutazione della società ai fini della conversione, il portatore del Safe ottiene una percentuale di partecipazione maggiore, a parità di apporto, rispetto al successivo investitore. (...) Il Safe, come contratto atipico, pare quindi rispondere a interessi meritevoli di tutela".

⁸² Cfr. LONATO, TOMMASI, Gli strumenti finanziari partecipativi, un'alternativa per le s.p.a., per le s.r.l. "innovative" e per le società quotate, *cit.*, p. 7.

dire che in questo caso gli investitori avranno diritto alla restituzione della somma erogata.

Analogamente al SAFE, la *convertible note* consente di posticipare la valutazione della società alla successiva operazione di investimento nel capitale, con tutti i vantaggi (poc'anzi esposti) che ciò comporta. Un profilo invece che contrappone i due istituti è rappresentato dall'arco temporale in cui essi si proiettano: la *convertible note*, infatti, è uno strumento utilizzato esclusivamente nel breve periodo.

Quanto ai profili più concretamente operativi, se alla data di scadenza dello strumento (c.d. "*Maturity Date*"), non si è realizzato alcun evento determinante la conversione e previsto dal contratto, l'investitore (di norma) ha una triplice alternativa; egli, infatti, può: procedere comunque alla conversione, optare per la restituzione dell'apporto congiuntamente agli interessi maturati, oppure negoziare una nuova data di scadenza futura in maniera da permettere alla società di raggiungere gli obiettivi prefissati⁸³. Se invece il termine per la restituzione della somma finanziata è ancora pendente al momento in cui si verifica l'evento al verificarsi del quale è prevista la conversione allora il debito si trasformerà in capitale.

Questo strumento presenta minori caratteri di novità rispetto al SAFE, e da ciò deriva che esso presenta maggiori profili in comune con i tradizionali strumenti d'investimento regolati dal nostro ordinamento (è evidente, infatti, la somiglianza con le obbligazioni ed i titoli di debito); proprio per questa ragione, nemmeno in questo caso sembrano sussistere impedimenti all'impiego nel nostro Paese di strumenti che riproducono la struttura della *convertible note*⁸⁴.

In conclusione, ciò che emerge in modo chiaro dall'esperienza statunitense sono le ricadute positive che l'autonomia privata può determinare in un sistema economico: infatti, affinché gli istituti giuridici e le norme di legge

⁸³ Cfr. REDOANO, Il "*Simple Agreement for Future Equity*" nel diritto italiano, *cit.*, p. 973 e LONATO TOMMASI, Gli strumenti finanziari partecipativi, un'alternativa per le s.p.a., per le s.r.l. "innovative" e per le società quotate, *cit.*, p. 8.

⁸⁴ Essa potrebbe essere importata nel nostro ordinamento sia attraverso l'istituto dei titoli di debito convertibili che attraverso l'istituto degli strumenti finanziari convertibili.

favoriscano (e non ostacolino) lo sviluppo dell'economia è necessario che presentino un certo margine di flessibilità in modo da consentire alle parti di sviluppare nuovi modelli che creino le condizioni per la conclusione di nuove operazioni economiche. Se il mercato americano del *venture capital* ha raggiunto un volume d'affari mai visto in precedenza il merito non è solo delle innovazioni tecnologiche ma anche delle strutture giuridiche che consentono agli operatori del mercato di soddisfare al meglio le sempre nuove esigenze che emergono dall'esperienza pratica.

CAPITOLO SECONDO

STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI (E NON): PECULIARITÀ GIURIDICHE E RICADUTE CONTABILI DELL'ISTITUTO

1. Il carattere non necessariamente partecipativo degli strumenti finanziari

Per descrivere l'istituto degli strumenti finanziari è stata sovente utilizzata l'espressione "strumenti finanziari partecipativi". Guardando però alla formulazione letterale del settimo comma dell'art. 26 non può sfuggire come il legislatore parli più genericamente solo di "strumenti finanziari", omettendo qualsiasi riferimento al carattere partecipativo. Tale soluzione non rappresenta sicuramente una novità nel panorama giuridico italiano dato che anche il legislatore della riforma del 2003 utilizza la medesima locuzione (agli articoli 2346, 2349, 2351, 2376 e 2411 c.c.). A completare il quadro legislativo che funge da contorno dell'analisi che si andrà a svolgere nel presente capitolo, contribuisce la rubrica della Sezione V del Codice civile denominata "azioni e altri strumenti finanziari partecipativi". Da questo scenario normativo di base è scaturito un acceso dibattito che ha visto gli interpreti interrogarsi sul carattere partecipativo o meno degli strumenti finanziari che possono essere emessi da una società per azioni (*ex art. 2346 c.c.*) o da una s.r.l. start up o PMI innovativa (*ex art. 26, d.l. 179/2012*)⁸⁵.

Conviene partire dagli strumenti finanziari che hanno natura partecipativa. Le più risalenti elaborazioni dottrinali (focalizzate quindi sugli strumenti finanziari partecipativi adottabili dalle società per azioni *ex art. 2346 c.c.*) tendevano a negare il carattere partecipativo degli strumenti finanziari: non sarebbe, infatti, possibile distinguere tra strumenti finanziari partecipativi e strumenti finanziari non partecipativi in quanto l'unica distinzione immaginabile

⁸⁵ Si premette sin d'ora che la distinzione tra strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi ha carattere meramente descrittivo, non derivando dall'una o dall'altra configurazione sostanziali differenze in termini di disciplina (la questione verrà approfondita al paragrafo terzo del presente capitolo).

coinvolgerebbe azioni ed obbligazioni, categoria quest'ultima all'interno della quale andrebbero annoverati tutti gli strumenti finanziari⁸⁶. Nel corso degli anni, questa ricostruzione è stata però superata.

In primo luogo, dalla rubrica della sezione V del Codice civile si può ricavare come ci siano due categorie di strumenti finanziari (intesi in senso lato) che la società potrebbe emettere, ossia quella degli “strumenti partecipativi”, all'interno dei quali rientrerebbero le azioni e gli strumenti finanziari partecipativi in senso stretto (ossia quelli adottabili *ex art. 2346 c.c.*), e quella degli “strumenti non partecipativi”, tra i quali rientrerebbero le obbligazioni e gli strumenti finanziari non partecipativi in senso stretto (cioè quelli disciplinati dall'*art. 2411 c.c.*)⁸⁷; da una tale ricostruzione si può ricavare come le azioni siano una *species* di un *genus* più ampio cui appartengono anche gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'*art. 26, d.l. 179/2012*. La sussistenza della macro categoria degli “strumenti partecipativi” è, inoltre, comprovata dalla *sedes materiae* delle disposizioni in tema di strumenti finanziari partecipativi, le quali si trovano tra le norme che disciplinano le azioni, ossia gli *artt. 2346 c.c. e ss.*

In secondo luogo, la dottrina è arrivata ad emancipare la categoria degli strumenti finanziari (qui da intendersi in senso stretto *ex art. 2346 c.c. o ex art. 26, d.l. 179/2012*) sia dalle azioni che dalle obbligazioni, in quanto essi rappresenterebbero un “*tertium genus*”, e dunque sarebbero alternativi sia alle une che alle altre (distinguendosi, in particolare, dalle obbligazioni per la loro neutralità causale)⁸⁸.

⁸⁶ Cfr. FERRI JR., Fattispecie societaria e strumenti finanziari, in “Rivista di Diritto Commerciale”, 2003, 805 e ss.; SPADA, Azioni e strumenti finanziari, in “Studi e Materiali a cura del Consiglio nazionale del Notariato”, 2004, suppl. n. 2, p. 226 e ss.

⁸⁷ Cfr. NOTARI, Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese, in “Rivista delle Società”, 2018, p. 1139; BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), in “le Società”, 2012, p. 1191 e ss.

⁸⁸ Cfr. CIAN, La nozione di strumento finanziario nel sistema del diritto commerciale, in “*Studium iuris*, rivista per la formazione nelle professioni giuridiche”, CEDAM, 2015, p. 1453 e ss.; SAGLIOCCA, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di partecipazione attiva al governo delle società per azioni, in “Rivista di Diritto Societario”, 2013, p. 333; MANULI, Gli strumenti finanziari partecipativi nelle s.p.a.: riflessioni critiche, in “le Società”, 2013, p. 1193; VALZER, Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni, Torino, G. Giappichelli, 2012, p. 76.

Si è così giunti a riconoscere agli strumenti finanziari partecipativi un’autonomia tanto sul piano concettuale che sul piano giuridico⁸⁹.

La ricostruzione appena enunciata pare essere condivisa anche dalla – poca – giurisprudenza che si è pronunciata sul punto; si segnala in particolare una recente sentenza del Tribunale di Bologna, che ha affrontato il tema degli strumenti finanziari emessi *ex art.* 2346 c.c. da una società per azioni (il ragionamento di base è però estensibile anche agli strumenti finanziari emessi da una s.r.l. start up innovativa, vista la portata generale delle considerazioni)⁹⁰. Il tribunale felsineo nella pronuncia *de qua* ha riconosciuto la natura ibrida degli strumenti finanziari disciplinati dal sesto comma dell’art. 2346 c.c. aggiungendo, inoltre, che la loro “*causa concreta debba essere ricercata nello statuto o nel regolamento di emissione, non valendo per essi le normali regole contrattuali*”. Come rilevato dalla dottrina, la Corte “ha implicitamente dimostrato di condividere l’impostazione secondo cui tali strumenti possono rappresentare veicoli sia di credito sia di capitale di rischio”, con le relative conseguenze in termini di disciplina e di iscrizione a bilancio⁹¹.

Ciò chiarito, tradizionalmente, gli strumenti finanziari sono definiti “partecipativi” quando comportano una partecipazione al contratto sociale (e quindi anche al rischio d’impresa), attribuendo ai loro titolari diritti patrimoniali o amministrativi che ordinariamente sono riconosciuti esclusivamente ai soci⁹².

⁸⁹ Cfr., *ex multis*, in dottrina: BUSANI, Massime notarili e orientamenti professionali. strumenti finanziari partecipativi (SFP), in “le Società” 2019, p. 1156 e ss.; NOTARI, Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese, in “Rivista delle Società”, 2018, p. 1139 e ss.; SAGLIOCCA, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di partecipazione attiva al governo delle società per azioni, *cit.*, p. 333; GIAMPIERI, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, in “Giurisprudenza Commerciale”, 2011, p. 416 e ss.; FESTA FERRANTE, Gli strumenti finanziari partecipativi, in “Rivista del Notariato”, 2008, p. 1239. Quanto agli orientamenti notarili si segnala: TOMBARI, Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni, studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 5571/I, approvato dalla Commissione Studi d’Impresa il 25 febbraio 2005, in “www.notariato.it”, p. 1 e ss.

⁹⁰ Tribunale sez. IV - Bologna, 01/10/2020, in “DeJure”.

⁹¹ Cfr. GERBINI, Gli strumenti di finanziamento ibrido nel fallimento della s.p.a. emittente, nota a Tribunale di Bologna, 01/10/2020, in “il Fallimentarista”, 10 marzo 2021.

⁹² Cfr. MAININI, Gli strumenti finanziari partecipativi, in “www.studiomainini.com”, 2021; PIRANI, Un’analisi empirica delle PMI innovative: *Much ado about nothing?*, *cit.*, p. 1023; NOTARI, Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti

Da ciò si ricava la necessità che lo strumento, per poter essere definito “partecipativo”, incorpori (per effetto di una specifica previsione dello statuto o del regolamento di emissione) un diritto partecipativo; la scelta in ordine ad esso è delegata dal legislatore all’autonomia statutaria, la quale potrà individuare la soluzione maggiormente confacente al singolo caso concreto. L’autonomia privata gode di una libertà che però non è senza confini; un limite in materia di s.r.l. innovative è infatti ricavabile dal disposto del settimo comma dell’art. 26, il quale prevede testualmente che gli strumenti finanziari siano dotati di “*diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi*”. Dalla *littera legis* si può ricavare il carattere necessario dei diritti patrimoniali ed il carattere meramente eventuale di quelli amministrativi, i quali dunque potranno affiancarsi ai diritti patrimoniali ma mai rappresentare l’unica prerogativa riconosciuta ai titolari degli strumenti *de quibus*⁹³. Sarà così sufficiente che il carattere partecipativo sia rivestito da un diritto patrimoniale o, alternativamente e sempreché presente, da un diritto amministrativo.

Potrà quindi essere considerato “partecipativo” quello strumento finanziario che, nonostante incorpori il diritto alla restituzione dell’apporto, riconosca al suo titolare un diritto partecipativo di carattere patrimoniale (per esempio, il diritto all’utile, o alla distribuzione delle riserve, oppure al riparto del residuo attivo di liquidazione) o amministrativo (per esempio, il diritto a nominare un membro dell’organo di controllo o del consiglio d’amministrazione)⁹⁴.

interpretativi del notariato milanese, *cit.*, p. 1139 e ss.; MIGNONE, Strumenti finanziari partecipativi del genere “mezzanino”: se sei riserva, non puoi fare il capita...le., nota a Tribunale di Napoli Sez. spec. Impresa, 24 febbraio 2016, in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 2017, p. 492; SAGLIOCCA, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di partecipazione attiva al governo delle società per azioni, *cit.*, p. 331; GIAMPIERI, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, *cit.*, p. 416; FESTA FERRANTE, Gli strumenti finanziari partecipativi, *cit.*, p. 1246 e ss.

⁹³ Cfr. FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, p. 229; ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 810.

⁹⁴ Cfr. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 164 - Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, p. 1 e ss.; BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), *cit.*, p. 1191, nota 9.

Sul punto si è però consumato un acceso dibattito dottrinale – tutt’ora irrisolto – che vede lo scontro di tre differenti orientamenti così sintetizzabili: ad una tesi che sostiene che il carattere partecipativo debba connotare esclusivamente i diritti patrimoniali, se ne contrappone un’altra che sostiene che il carattere partecipativo debba caratterizzare unicamente i diritti amministrativi; nel mezzo si colloca una tesi intermedia che sostiene come il carattere partecipativo possa riguardare tanto i diritti patrimoniali che i diritti amministrativi⁹⁵.

Nonostante tutte e tre le tesi siano state sostenute in dottrina la soluzione che pare preferibile è la terza, ovvero quella che riconosce il carattere partecipativo sia ai diritti patrimoniali che a quelli amministrativi; particolarmente convincente in questo senso pare essere la massima n. 164 del 2017 del Consiglio Notarile di Milano con la quale i notai milanesi hanno affermato 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, comma 6, 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, comma 5, c.c.)”*⁹⁶. Una tale soluzione è particolarmente interessante se si considera che le norme che disciplinano le start up innovative, salvo quanto si dirà nei successivi capitoli, non consentono di distribuire utili per tutto il periodo d’incubazione⁹⁷. Questa conclusione sembra poi confermare la correttezza della definizione di “partecipativo” che è stata enunciata nelle righe precedenti; infatti,

⁹⁵ Per una prima ricognizione degli Autori che sostengono le varie tesi vedasi GINEVRA, Gli strumenti finanziari diversi da azioni e obbligazioni, in “Diritto commerciale, vol. III”, a cura di M. Cian, G. Giappichelli, 2020, p. 387, nota 6.

⁹⁶ Cfr. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 164 - Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 1. Nonostante la massima si riferisca espressamente solo agli strumenti finanziari emessi *ex art.* 2346 c.c. la logica sottostante è estendibile anche agli strumenti finanziari che può emettere una s.r.l. start up innovativa.

⁹⁷ Il problema non si pone invece per le PMI innovative le quali possono distribuire utili. Si avrà comunque modo di tornare sul tema della distribuzione degli utili *infra*.

“partecipazione al contratto sociale” è una locuzione tanto ampia da ricomprendere tra i diritti aventi carattere partecipativo sia quelli patrimoniali (connessi specificamente alla condivisione del rischio d’impresa), che quelli amministrativi.

Le considerazioni inerenti al concetto di “partecipativo” in materia di strumenti finanziari permettono di svolgere delle riflessioni in ordine al più ampio, e generale, tema della partecipazione in società, ovvero degli elementi caratterizzanti il rapporto di società. L’art. 2247 c.c., nel definire il contratto di società, individua tra gli elementi costitutivi “l’esercizio in comune dell’attività economica”; in dottrina si è sostenuto che l’attività è comune nel momento in cui siano condivisi il potere di decisione e il rischio d’impresa⁹⁸. A ben vedere però questo non è propriamente corretto, in quanto solamente la partecipazione al rischio d’impresa (quindi agli utili e alle perdite della società) è una componente in ogni caso presente e quindi indefettibile, potendo, invece, mancare in concreto il potere di decisione (si pensi, per esempio, alla s.a.s. in cui per espressa previsione di legge vi sono soci esclusi dall’amministrazione, oppure alla s.p.a. in cui possono essere create azioni prive del diritto di voto)⁹⁹. Emerge così una differenza rispetto agli strumenti finanziari, i quali (per le considerazioni svolte *supra*) possono dar vita ad una “partecipazione” nella società anche senza una vera e propria esposizione al rischio d’impresa, mediante un diritto partecipativo di carattere amministrativo. Quest’apparente incongruenza può essere giustificata in ragione del diverso “titolo” a cui si è coinvolti nella società: la partecipazione al contratto sociale consente di acquisire la qualità di socio, mentre con l’investimento in strumenti finanziari tale qualifica non viene assunta, potendosi riconoscere all’investitore solamente alcune delle prerogative dei soci. Proprio per questa ragione, ovvero la non sovrapposibilità tra le due figure, pare

⁹⁸ Cfr. CIAN, L’organizzazione produttiva: elementi costitutivi, in “Diritto commerciale, vol. III”, a cura di M. Cian, G. Giappichelli, 2020, p. 31; GALGANO, Le società in genere. Le società di persone, Giuffrè, Milano, 2007, p. 19 e ss.

⁹⁹ Cfr. CIAN, L’organizzazione produttiva: elementi costitutivi, *cit.*, p. 31.

preferibile esigere un livello di rigore più basso quando si parla di partecipazione alla società con riferimento agli strumenti finanziari¹⁰⁰.

Ciò chiarito, per concludere il discorso sugli strumenti partecipativi pare opportuno segnalare alcuni dei principali diritti con carattere partecipativo attribuibili ai titolari degli strumenti finanziari; tra essi si segnalano: il diritto alla distribuzione degli utili, il diritto alla distribuzione delle riserve, il diritto al riparto dell'attivo residuo in sede di liquidazione, il diritto di consultazione della documentazione sociale o di ricezione di rendiconti periodici e il diritto alla nomina di un membro del consiglio di amministrazione o del collegio sindacale.

Definiti gli strumenti finanziari con carattere partecipativo, risulta più facile individuare le caratteristiche degli strumenti finanziari non partecipativi; è possibile, infatti, affermare che gli strumenti finanziari non partecipativi sono quelli che si contraddistinguono per non riconoscere ai loro titolari le prerogative connesse alla partecipazione al contratto sociale. Come viene ricordato in dottrina, essi sono caratterizzati tradizionalmente da due elementi: la presenza di un obbligo di rimborso a carico della società (cui può aggiungersi l'obbligo della stessa di riconoscere periodicamente degli interessi) e la mancanza di diritti amministrativi di natura partecipativa¹⁰¹. Il mero diritto al rimborso non è quindi sufficiente per qualificare come “non partecipativo” lo strumento finanziario, in quanto, come si è avuto modo di ricordare, il carattere partecipativo può essere

¹⁰⁰ Deve segnalarsi che il problema (che verrà affrontato nei paragrafi successivi) si pone quasi esclusivamente nei casi di strumenti finanziari muniti contemporaneamente del diritto al rimborso dell'apporto e di un diritto amministrativo “partecipativo”. In queste ipotesi si assiste ad una sorta di cortocircuito del sistema, in quanto si attribuiscono delle prerogative che di norma sono proprie dei soci a fronte di apporti che per loro natura rappresentano un debito per la società. Ove invece manchi il diritto al rimborso dell'apporto l'investimento sarà iscritto in un'apposita riserva di patrimonio netto con la conseguenza che, potendo questa essere diminuita da eventuali perdite d'esercizio (vedi *infra*), la partecipazione al rischio d'impresa sarà in un certo senso *in re ipsa*.

¹⁰¹ Cfr. BUSANI, Massime notarili e orientamenti professionali. Strumenti finanziari partecipativi (SFP), *cit.*, p. 1157; NOTARI, Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese, *cit.*, p. 1139. La specificazione circa l'assenza di diritti amministrativi di tipo partecipativo è dovuta al fatto che, come si ricordava *supra*, può parlarsi di strumenti finanziari partecipativi anche laddove il carattere “partecipativo” sia in capo ad un diritto amministrativo. Potrà quindi parlarsi di strumento finanziario partecipativo nel caso in cui questo riconosca al suo titolare la restituzione dell'apporto, che tipicamente rappresenta un diritto non partecipativo, e il diritto alla nomina di un componente del collegio sindacale.

ricavato anche da un diritto amministrativo (o, eventualmente, anche da un diritto patrimoniale – come il diritto agli utili – anche se quest’ultima pare essere un’ipotesi meno realistica)¹⁰².

La fattispecie *de qua* finisce così per essere contigua alle obbligazioni, in quanto il titolare degli strumenti finanziari assume *de facto* le vesti di un creditore della società, analogamente a quanto accade per gli obbligazionisti. Un esempio di strumenti finanziari non partecipativi è quello rinvenibile all’art. 2411 c.c., comma 3, dove il legislatore parla di strumenti finanziari “*che condizionano i tempi e l’entità del rimborso del capitale all’andamento economico della società*”.

In questo caso a prevalere sarà la funzione di finanziamento, ed è proprio per questo che in presenza di tali condizioni emerge il problema (che verrà affrontato ai capitoli successivi) dell’applicabilità della disciplina dei titoli di debito. Una tale questione si pone vista la rigorosa disciplina dettata dall’art. 2483 c.c.: se infatti gli strumenti finanziari emessi da una s.r.l. start up innovativa non soggiacessero a tali limitazioni si consentirebbe ad una società a responsabilità limitata di eludere facilmente la disciplina ed i vincoli dell’art. 2483 c.c. (semplicemente denominando l’operazione in modo diverso).

2. La causa (concreta) degli strumenti finanziari

Un profilo che merita di essere affrontato è quello attinente alla “causa” sottesa all’operazione di finanziamento; l’emissione di strumenti finanziari determina, infatti, l’insorgenza di un rapporto contrattuale tra società emittente ed investitore che rifletterà inevitabilmente la causa del negozio giuridico¹⁰³.

¹⁰² Vedasi ancora CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 164 - Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 1 e ss. Nella massima si afferma infatti che “*agli strumenti finanziari partecipativi con o senza diritto al rimborso del valore dell’apporto possono essere attribuiti uno o più dei diritti patrimoniali spettanti alle azioni*”.

¹⁰³ Sul concetto di causa in dottrina si sono susseguite e stratificate diverse opinioni. Per quanto interessa a questi fini è possibile definire la causa come “la ragione pratica del contratto, cioè l’interesse che l’operazione contrattuale è diretta a realizzare. (...) Essa costituisce il fondamento della rilevanza giuridica del contratto”. Così BIANCA, La causa, in “Diritto civile. Il contratto”, vol. III, (3° ed.), Giuffrè, 2019, p. 409 e ss. Per altro Autore (ROPPO, Il contratto, in “Trattato di

L'intero ragionamento in ordine alla causa è per certi versi debitore di quanto si è avuto modo di analizzare nel paragrafo precedente e di quanto si dirà nel prosieguo; tuttavia, pare opportuna una ricostruzione che metta in luce questo specifico aspetto, in quanto è proprio da esso che promanano i corollari di disciplina della fattispecie (ci si riferisce in particolare alla presenza o meno del diritto al rimborso dell'apporto e della rappresentazione contabile dell'investimento).

Già solo per effetto dell'introduzione a livello normativo dell'istituto (dapprima tra le norme del Codice riservate alle società per azioni e, successivamente, nella disciplina delle start up e PMI innovative) il legislatore ha dimostrato di ritenere meritevoli di tutela gli interessi sottesi ad operazioni di questo tipo; vista però la genericità delle disposizioni normative è opportuno sindacare le ragioni che giustificano causalmente un'emissione di strumenti finanziari.

Dato che l'operazione può essere finalizzata tanto alla raccolta di provvista a titolo di debito, che alla raccolta di provvista a titolo di rischio, ci si deve interrogare sul se la causa sia lecita in entrambi i casi oppure no. Secondo la dottrina maggioritaria¹⁰⁴ la risposta al quesito è affermativa, anche se non mancano autori che sostengono come la causa debba essere esclusivamente – ed

diritto privato” (2° ed.), a cura di G. Iudica e P. Zatti, Giuffrè, 2011, p. 344) la causa “rappresenta la ragione che concretamente giustifica il contratto in esame, alla luce delle specificità rilevanti che lo connotano”. Si rinvia al primo contributo che è stato segnalato per un più approfondito esame della questione.

¹⁰⁴ Cfr. INNOCENTI, Gli strumenti finanziari partecipativi alla prova della giurisprudenza, in “le Società”, 2022, p. 375 e ss.; POTOTSCHNIG, TREVISAN, Disciplina e prova dei diritti portati dagli strumenti finanziari partecipativi, in “le Società”, 2021, p. 1236 e ss.; GERBINI, Gli strumenti di finanziamento ibrido nel fallimento della s.p.a. emittente, nota a Tribunale di Bologna, 01/10/2020, *cit.*; CUCINELLA, La partecipazione alle perdite d'impresa del titolare di strumenti finanziari, nota a Tribunale di Napoli Sez. spec. Impresa, 24 febbraio 2016, in “il Societario”, 2016; D'ATTORRE, Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi, in “Notariato”, 2016, p. 274; SAGLIOCCA, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di partecipazione attiva al governo delle società per azioni, *cit.*, p. 333; FESTA FERRANTE, Gli strumenti finanziari partecipativi, *cit.*, p. 1247 e ss.; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 164 - Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 1 e ss.

in via alternativa, ovviamente – di finanziamento oppure di rischio¹⁰⁵. Secondo la dottrina prevalente il fondamento di questa conclusione è individuabile nel fatto che la causa che connota queste operazioni è “neutra” (o, anche, “atipica”), con la conseguenza che le parti sono libere di plasmarla nel modo che ritengono più idoneo per soddisfare i propri interessi. Ammettere ciò significa ritenere meritevole di apprezzamento (e quindi di tutela giuridica) tanto quelle operazioni che si fondano su una vera e propria causa di finanziamento (e che quindi garantiscono all’investitore il diritto al rimborso configurando allo stesso tempo un debito per la società emittente), così come anche quelle operazioni che sono finalizzate ad incrementare il capitale di rischio dell’ente in quanto sprovviste di un diritto al rimborso. In altri termini, come affermato da un Autore, gli strumenti finanziari possono rappresentare un veicolo sia di credito che di rischio¹⁰⁶.

Quest’idea della neutralità causale degli strumenti finanziari è stata condivisa anche dalla giurisprudenza di merito¹⁰⁷. La pronuncia più significativa sul punto è sicuramente quella del Tribunale di Napoli, che ha valorizzato la causa concreta sottesa all’emissione; posto che *“il Codice rinvia — per gli aspetti che attengono all’emissione degli SFP, all’attribuzione delle prerogative e degli obblighi dei titolari — a quanto dettato in sede statutaria (...) il rinvio all’autonomia privata non può che significare dar rilievo alla causa concreta degli apporti, che potrà oscillare tra una funzione di natura tipicamente finanziaria (alla stregua di forme di partecipazione che si collochino nell’ambito del più ampio genus del capitale di debito) ed una più vicina a quella tipica dei conferimenti (il cd. capitale di rischio). Spetta quindi alla volontà dei soci determinare le caratteristiche ed il contenuto dei titoli in questione”*. A questa pronuncia ha fatto eco il Tribunale di Bologna che, con il citato – e più recente –

¹⁰⁵ Per una prima disamina degli autori che sostengono queste contrapposte tesi (minoritarie) si veda INNOCENTI, Gli strumenti finanziari partecipativi alla prova della giurisprudenza, *cit.*, p. 376.

¹⁰⁶ Cfr. GERBINI, Gli strumenti di finanziamento ibrido nel fallimento della s.p.a. emittente, nota a Tribunale di Bologna, 01/10/2020, *cit.*

¹⁰⁷ Cfr. Tribunale sez. IV - Bologna, 01/10/2020, *cit.*; Tribunale sez. spec. Impresa - Napoli, 25/02/2016, *cit.*

decreto, ha statuito che la natura degli strumenti finanziari va desunta esclusivamente dallo statuto e, eventualmente, dal regolamento di emissione.

In linea con queste pronunce giurisprudenziali, deve quindi evitarsi un'aprioristica e rigida qualificazione causale degli strumenti *de quibus*, dovendosi necessariamente fare riferimento allo statuto (o al regolamento di emissione) per determinare – in concreto – le ragioni sottese all'operazione di finanziamento e capire se essa ha come obiettivo quello di raccogliere capitale di rischio o capitale di credito; si può dunque parlare ragionevolmente di istituto tipico dal contenuto atipico¹⁰⁸.

3. Il diritto al rimborso dell'apporto

Più pregnante rispetto alla differenza tra strumenti finanziari partecipativi e non è la differenza tra strumenti finanziari che riconoscono al loro titolare il diritto al rimborso dell'apporto e quelli che invece sono privi di tale diritto. È questa la più importante differenza in tema di strumenti finanziari, in quanto la configurazione dell'operazione in un senso o nell'altro è destinata a generare effetti rilevanti tanto in termini giuridici, quanto in termini economici e di bilancio. Questa coppia concettuale ci impone in un certo senso di ripensare alla tradizionale dicotomia imperniata sul carattere partecipativo o meno dello strumento finanziario, in particolare per quanto riguarda gli strumenti finanziari incorporanti il diritto al rimborso dell'apporto dotati di un diritto amministrativo di carattere partecipativo; appare evidente in questo caso come (a prescindere dal diritto amministrativo di tipo partecipativo) la fattispecie sia attratta verso il polo dei titoli di debito, visto l'obbligo in capo alla società emittente di restituire l'apporto versato dall'investitore¹⁰⁹.

¹⁰⁸ L'efficace espressione è tratta da FESTA FERRANTE, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1251.

¹⁰⁹ Si giunge a questa conclusione perché, mentre la distinzione tra strumenti finanziari partecipativi e non ha carattere puramente descrittivo, la distinzione tra strumenti finanziari privi del diritto al rimborso dell'apporto e strumenti finanziari incorporanti tale diritto ha carattere sostanziale (oltre che, ovviamente, descrittivo), in quanto da essa derivano delle immediate conseguenze in termini di disciplina. Di conseguenza la distinzione fondata sul carattere partecipativo degli strumenti finanziari passa in secondo piano, assumendo rilevanza centrale (in

Nel caso in cui gli strumenti finanziari non attribuiscono il diritto al rimborso dell'apporto è possibile avvicinare la posizione del loro titolare a quella del socio, in quanto per mezzo dello strumento *de quo* vi sarà un'effettiva partecipazione al rischio d'impresa¹¹⁰; in sostanza, un investimento così configurato, come risulta evidente anche della sua collocazione a bilancio, consentirà di incrementare il capitale di rischio (*i.e.* il patrimonio netto) della società. Ove una tale operazione si concretizzi, sarà inevitabile considerare l'apporto in termini di *quasi-equity*, con la conseguenza che il titolare dello strumento finanziario, analogamente a quanto accade per i conferimenti dei soci, perderà ogni diritto alla restituzione di quanto apportato in società, acquistando di contro diritti di carattere patrimoniale o amministrativo che gli consentiranno di soddisfare gli interessi che lo hanno spinto a finanziare la società. Così pensato, lo strumento finanziario può rappresentare la tappa intermedia di un percorso volto a condurre all'effettiva qualificazione in termini di capitale sociale dell'apporto: è questo che accade qualora il regolamento di emissione riconosca all'investitore il diritto alla conversione in capitale sociale dell'apporto¹¹¹ (eventualmente configurabile anche come obbligo di conversione al verificarsi di taluni eventi)¹¹²; i vantaggi di una tale configurazione dello strumento finanziario sono evidenti e ben si prestano ad essere sfruttati in una start up innovativa.

A livello di disciplina, l'assenza del diritto al rimborso è il *quid* che consente di emancipare gli strumenti finanziari dalle rigide norme che regolano, rispettivamente, i titoli di debito nelle s.r.l. e le obbligazioni nelle s.p.a.; ne deriva che si potranno evitare con un certo margine di certezza interferenze derivanti dalla disciplina dei citati istituti¹¹³. Da ciò consegue inoltre che, almeno in via tendenziale, non sarà possibile riconoscere al titolare dello strumento finanziario

ragione delle ricadute a livello di disciplina) la distinzione fondata sulla presenza o meno del diritto al rimborso dell'apporto.

¹¹⁰ Si rinvia al quarto capitolo per la specifica analisi della tematica relativa alla sopportazione del rischio d'impresa da parte dei titolari degli strumenti finanziari.

¹¹¹ In dottrina REDOANO, Il "*Simple Agreement for Future Equity*" nel diritto italiano, *cit.*, p. 986, riconosce al diritto (patrimoniale) di conversione dello strumento finanziario in *equity* il carattere di diritto "partecipativo".

¹¹² Evidente in questo caso è l'analogia con il SAFE americano.

¹¹³ Si rinvia al capitolo successivo per un approfondimento della questione.

il diritto alla percezione di un interesse o di una retribuzione fissa per remunerare l'apporto¹¹⁴.

Un ulteriore tassello che consente di avere una più ampia visione sul diritto al rimborso dell'apporto può essere rinvenuto in una recente (e già citata) pronuncia giurisprudenziale¹¹⁵. Il decreto in commento affronta un tema delicato, ovvero quello della possibilità di ricavare implicitamente la sussistenza del diritto al rimborso nel caso in cui il regolamento non dica nulla. Il tema ha una rilevanza che è tutt'altro che secondaria, in quanto lo statuto potrebbe essere silente in ordine al rimborso dell'apporto al fine di creare – volontariamente – una situazione di ambiguità da poter sfruttare nell'evenienza in cui l'investimento non produca i frutti sperati¹¹⁶. Il Tribunale di Bologna, nell'affrontare la questione in un caso in cui la società emittente era stata successivamente dichiarata fallita, ha sposato in modo netto la soluzione negativa; più precisamente la Corte ha affermato che il diritto alla restituzione deve *“essere oggetto di una espressa pattuizione tra le parti, non essendo implicito, vista la rimessione all'autonomia negoziale della disciplina di tale strumento. (...) La disciplina degli SFP trova infatti fonte esclusiva nel regolamento e nello statuto, da cui si desume la natura (più che di obbligazioni) di strumenti non estranei al rischio di impresa, cosicché non possono soccorrere ad integrarne la disciplina principi civilistici non confacenti agli strumenti de quibus”*.

La statuizione del tribunale felsineo riveste un ruolo importante nella ricostruzione della disciplina degli strumenti finanziari, in quanto offre un grado di certezza in una materia in cui le norme suppletive sono sostanzialmente

¹¹⁴ Parte della dottrina sembra però non condividere quest'ultima affermazione, ammettendo le suddette modalità di rimborso dell'investimento. Sul punto vedasi BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), *cit.*, p. 1192, nota 14.

¹¹⁵ Tribunale sez. IV - Bologna, 01/10/2020, *cit.*

¹¹⁶ Si pensi, per esempio, al caso in cui un investitore, nonostante sia intenzionato ad effettuare un apporto a titolo di quasi-*equity*, voglia riservarsi, per l'eventualità in cui il *business* produca costantemente risultati negativi oppure rischi di incorrere in uno stato irreversibile di insolvenza, il diritto al rimborso di quanto versato. Ecco che ben potrebbe convincere la società emittente a non specificare questo specifico aspetto del rapporto in modo da poter approfittare, in un secondo momento, di questa “omissione” per ottenere la restituzione dell'investimento. L'obiettivo, in altri termini, sarebbe quello di fare in modo che il silenzio abbia un significato modulabile in base alle esigenze dell'investitore, in modo

inesistenti; da questo precedente si ricava l'onere per l'autonomia privata di definire con chiarezza questo aspetto nel regolamento di emissione, non potendosi fare affidamento su un recupero postumo di un diritto non pattuito in sede di emissione. Inoltre, così statuendo, il Tribunale non lascia spazio ad atteggiamenti opportunistici e contrari a buona fede da parte dell'investitore, comportamenti volti cioè a sfruttare, all'occorrenza, il silenzio del contratto a proprio vantaggio.

L'alternativa agli strumenti finanziari privi del diritto di rimborso è rappresentata dagli strumenti finanziari che riconoscono allo strumentista il diritto alla restituzione dell'apporto. In questo caso è evidente la somiglianza con le obbligazioni (nelle s.p.a.) ed i titoli di debito (nelle s.r.l.), dato che in entrambi i casi è previsto che l'investitore benefici della restituzione dell'importo investito (oltre che del diritto, *medio tempore*, ad ottenere il pagamento di interessi sulla somma versata); in operazioni di questo tipo, l'apporto avrà normalmente ad oggetto entità fungibili, ovvero beni che per loro natura sono idonei ad essere restituiti (oltre al denaro, dato che vengono in considerazione delle imprese "innovative", potrebbe immaginarsi anche ad un apporto di criptovalute vista la rapida diffusione che hanno avuto in questi ultimi anni)¹¹⁷. Le parti potranno pattuire tanto l'integrale quanto la parziale restituzione dell'apporto, così com'è possibile condizionare i tempi e l'entità del rimborso all'andamento della società (analogamente a quanto prevede l'art. 2411 c.c. in relazione alle s.p.a.). L'apporto finirà così per rappresentare un credito nei confronti della società emittente con la conseguenza che essa, differentemente dall'altra ipotesi, non beneficerà di alcun rafforzamento patrimoniale (*i.e.* al patrimonio netto), il quale potrà eventualmente verificarsi nel caso in cui sia pattuita (e si realizzi) la conversione in capitale dell'apporto¹¹⁸.

¹¹⁷ Sembra in questo senso impossibile da configurare un diritto al rimborso nel caso in cui siano emessi strumenti finanziari conseguentemente all'apporto d'opera o di servizi; allo stesso tempo sembra poi difficile che nella prassi venga pattuito un diritto al rimborso dell'apporto nel caso in cui questo abbia ad oggetto beni in natura.

¹¹⁸ In questi termini cfr. ABRIANI, La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata, in "Rivista di Diritto Societario", 2019, p. 511.

Il vantaggio che tali strumenti sono in grado di garantire è rappresentato dalla circostanza che il loro “apporto” non rischia di essere eroso dai risultati negativi di esercizio, rimanendo immutato il diritto alla restituzione dello stesso. Così configurato, lo strumento potrebbe rappresentare un’interessante soluzione per l’investimento in società innovative, soprattutto ove accompagnato da un diritto amministrativo; in questo caso, infatti, il titolare dello strumento finanziario si vedrebbe riconosciute delle prerogative inerenti al governo della società, senza però subire direttamente gli effetti dei risultati d’esercizio.

4. Il rapporto tra il diritto al rimborso dell’apporto e la postergazione legale ex art. 2467 c.c.

Sempre con riferimento a questi ultimi (ovvero agli strumenti finanziari muniti del diritto al rimborso dell’apporto), all’investitore potrebbe essere riconosciuto anche il diritto di conversione in quote dell’investimento; a ben vedere, e come si avrà modo di approfondire nei capitoli successivi, un’operazione così congegnata consentirebbe di superare un potenziale (e non secondario) problema che invece si porrebbe ove l’apporto fosse privo del diritto al rimborso, ossia la (necessaria) sussistenza della posta di patrimonio netto in cui è confluito l’apporto nel momento in cui si intende realizzare la conversione in capitale.

Se, *prima facie*, la combinazione tra il diritto al rimborso dell’apporto e il diritto di conversione in *equity* parrebbe essere un’ottima soluzione al problema della sussistenza della riserva di patrimonio netto al momento della conversione, non va trascurata in quest’analisi una potenziale incognita, ovvero l’applicazione del disposto dell’art. 2467 c.c.¹¹⁹ Tale norma, cardine della disciplina delle

¹¹⁹ Si deve infatti tenere a mente che le start up innovative sovente si caratterizzano per una situazione economico-finanziaria precaria; come viene segnalato nell’ultimo rapporto del Ministero dello Sviluppo Economico (rilevazione al 1° gennaio 2022) “nel 2020 permane tra le startup innovative una maggioranza di società in perdita: oltre il 52,9% (dato quasi invariato rispetto alla precedente rilevazione), contro la restante parte (circa il 47,1%) che segnala un utile di esercizio. Com’è fisiologico per imprese a elevato contenuto tecnologico, che hanno tempi più lunghi di accesso al mercato, l’incidenza delle società in perdita tra le startup innovative (pari a oltre il 52,9%) risulta sensibilmente più elevata rispetto a quella rilevabile tra le nuove società di

società a responsabilità limitata e applicabile, secondo parte della dottrina e della giurisprudenza, anche alle società per azioni¹²⁰, pone la regola della postergazione dei finanziamenti dei soci erogati in determinate condizioni in funzione della salvaguardia degli interessi dei creditori sociali¹²¹. La previsione, oltre a contrastare la sottocapitalizzazione nominale delle società, mira a sterilizzare il più possibile le asimmetrie informative tra soci e creditori sociali, evitando che i primi, dopo aver fatto confluire risorse nella società a titolo di debito anziché di capitale, nel momento in cui assumano la piena consapevolezza della situazione di difficoltà economica della società si facciano restituire le stesse, frustrando le ragioni dei secondi.

Definito questo quadro introduttivo affiora il seguente quesito: può trovare applicazione la regola della postergazione legale prevista dall'art. 2467 c.c. nel caso di apporto di un soggetto formalmente terzo che però potrebbe diventare socio in virtù della previsione di un diritto (o di un obbligo) di conversione in capitale sociale del suo investimento? E il quesito si complica ulteriormente nel caso in cui al titolare dello strumento finanziario sia riconosciuto anche un qualche diritto amministrativo partecipativo, come, per esempio, il diritto di controllo. È evidente come una tale situazione sia terreno fertile per condotte di carattere opportunistico dell'investitore in danno degli altri creditori sociali, in quanto costui (essendo munito del diritto di controllo) è in grado di essere costantemente informato e aggiornato (come fosse un socio) sull'andamento della società, con la conseguenza che nel momento in cui si renda conto del sostanziale fallimento dell'iniziativa economica ben potrebbe pretendere il rimborso dell'investimento, sottraendo le risorse che sarebbero destinate a soddisfare gli altri creditori.

capitali non innovative (pari al 36,2%)". Cfr. MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, Cruscotto di Indicatori Statistici - Dati nazionali, 4° trimestre 2021, in "www.mise.gov.it".

¹²⁰ Cfr. DACCÒ, CIAN, La s.r.l.: la struttura finanziaria, in "Diritto commerciale, vol. III", a cura di M. Cian, G. Giappichelli, p. 710.

¹²¹ Queste "condizioni" sono ricavabili dal secondo comma dell'art. 2467 c.c., il quale considera postergabili i "finanziamenti dei soci a favore della società, in qualsiasi forma effettuati, che sono stati concessi in un momento in cui, anche in considerazione del tipo di attività esercitata dalla società, risulta un eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure in una situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento".

Per affrontare la questione è utile porsi due domande: l'assenza formale della qualità di socio è un elemento dirimente nell'analisi della fattispecie? E poi, la presenza del diritto di conversione in capitale ha una qualche rilevanza? In ogni caso, si deve muovere dalla consapevolezza che la norma è pensata *ad hoc* per i finanziamenti dei soci e non anche per quelli dei terzi; tuttavia, si ritiene ugualmente utile affrontare la questione sia per la possibilità dell'investitore di acquisire la qualifica di socio mediante il mero esercizio di un suo diritto, sia per la circostanza che il titolare degli strumenti finanziari si trova in una posizione diversa da quella di un qualunque altro investitore.

Quanto al primo quesito si segnala una pronuncia del Tribunale di Treviso che ha recentemente affrontato il tema dell'estensione soggettiva dell'art. 2467 c.c.¹²² Il caso è scaturito da una compravendita in cui Tizio (socio accomandatario detentore del 50% delle quote di una società in accomandita semplice che a sua volta era titolare del 50% delle quote di Gamma s.r.l.) ha ceduto a titolo oneroso un terreno a Gamma s.r.l., poi dichiarata fallita. Il credito di Tizio fu ammesso dal giudice delegato in chirografo, ma contestualmente ne venne disposta la postergazione. Nel giudizio di opposizione allo stato passivo instaurato dall'erede di Tizio (nel frattempo defunto), il Tribunale ha affermato che *“l'art. 2467 c.c. esprime un principio generale del diritto dell'impresa, come tale applicabile a tutte le situazioni nelle quali il finanziatore si trovi in una relazione tale da permettergli di beneficiare di asimmetrie informative rispetto ai normali creditori. (...) Nel caso di specie emerge con chiarezza la convenienza di Tizio di non esporsi al rischio di impresa ponendo i capitali a disposizione della s.r.l. nella forma del finanziamento anziché in quella del conferimento. (...) Sostanzialmente però l'operazione consistette nell'erogazione di un finanziamento da parte di chi godeva di asimmetrie informative rispetto a tutti gli altri creditori e ne approfittò per cautelarsi contro un rischio di impresa che ben conosceva nelle sue dimensioni concrete”*.

¹²² Tribunale sez. II - Treviso, 12/03/2019, in “DeJure”.

Seppur non vengano in alcun modo menzionati gli strumenti finanziari convertibili, un qualche nesso con essi può essere rinvenuto, specie ove venga riconosciuto al finanziatore anche un diritto di controllo plasmato sul modello di quello riconosciuto ai soci *ex art.* 2476 c.c., secondo comma¹²³; non si può infatti negare come in un'ipotesi siffatta si sia in presenza di un'asimmetria informativa tra l'investitore e gli altri creditori, al punto che è quasi possibile equiparare la posizione del terzo a quella del socio. A ciò si aggiunga che nel dispositivo il Tribunale qualifica la postergazione come un "principio generale del diritto d'impresa", andando così ad avvalorare un'applicazione estensiva del principio fissato dal 2467 c.c.

Nonostante quest'orientamento giurisprudenziale sia propenso ad ampliare l'ambito operativo della norma *de qua*, in dottrina si predilige un approccio più cauto; l'art. 2467, nonostante si caratterizzi per una sorta di ultrattività *pro futuro* (la perdita della qualità di socio non è cioè sufficiente per sottrarsi al regime della postergazione), non sarebbe in grado di comprendere nel suo perimetro applicativo i finanziamenti di coloro che non erano soci nel momento dell'erogazione, a prescindere dal fatto che in seguito abbiano acquisito tale qualifica¹²⁴.

Quanto invece al secondo quesito può essere utile riflettere, vista la contiguità tra le fattispecie, sul trattamento riservato alle obbligazioni convertibili. La giurisprudenza di merito¹²⁵ (così come pure la dottrina maggioritaria)¹²⁶, in casi di prestito obbligazionario convertibile, ha negato

¹²³ Ad analoga conclusione si potrebbe giungere anche nel caso in cui all'investitore sia riconosciuto un diritto di consultazione delle scritture contabili della società.

¹²⁴ Cfr. MONTEVERDE, Il finanziamento dei soci nella s.r.l., in "Giurisprudenza Italiana", 2022, p. 980 e ss.; CODAZZI, Una pronuncia della Cassazione su finanziamenti cd. "indiretti" e presupposti della postergazione *ex art.* 2467 c.c., nota a Cassazione Civile, Sez. I, 31 gennaio 2019, n. 3017, in "le Società", 2019, p. 811; MESSORE, La postergazione legale dei finanziamenti erogati da terzi collegati al socio, nota a Tribunale Treviso, 12 marzo 2019, sez. II, in "Giustiziacivile.com", 2019, p. 5.

¹²⁵ Cfr. Tribunale - Modena, 22/02/2018, in "DeJure"; Tribunale sez. IV - Bologna, 09/03/2016, n. 1030 in "DeJure"; Tribunale sez. spec. Impresa - Milano, 25/07/2014, in "DeJure".

¹²⁶ Cfr. MONTEVERDE, Il finanziamento dei soci nella s.r.l., *cit.*, p. 981; RIVA, Applicabilità dell'art. 2467 c.c. al prestito obbligazionario emesso da una società per azioni, nota a Cassazione civile, 20 giugno 2018, n. 16291, in "Banca Borsa Titoli di Credito", 2020, p. 214 e ss.; DOMENICHINI, PRATELLI, Prestito obbligazionario e postergazione legale, nota a Tribunale

l'applicazione dell'art. 2467 c.c.; il Tribunale di Bologna (richiamato sul punto anche dalla più recente – e citata – sentenza del tribunale modenese), affrontando il tema della postergazione in un caso in cui una società per azioni aveva emesso un prestito obbligazionario convertibile, è giunto ad affermare che *“è da escludere l'assimilabilità del prestito obbligazionario (vieppiù se convertibile in capitale di rischio) al finanziamento soci e così l'applicabilità dell'art. 2467 c.c. al caso che occupa”*. Una tale soluzione sarebbe giustificata dal fatto che *“l'emissione di obbligazioni è soggetta a disciplina specifica ex artt. 2410 e ss. c.c. e la ragione sta nelle peculiarità della situazione sottostante di prestito generalizzato e apersonalistico; la natura cartolare delle obbligazioni con conseguente trasferibilità a terzi del diritto di credito incorporato nel titolo mal si concilia con il limite alla restituzione del prestito imposto dall'art. 2467 c.c.; l'art. 2411, 1° co. c.c. espressamente prevede la possibilità di postergazione del rimborso del prestito obbligazionario alla soddisfazione di altri creditori, con previsione di carattere speciale rispetto alla norma generale di cui all'art. 2467 c.c.; ma soprattutto: il limite previsto dall'art. 2412, 1° co. c.c. alla possibilità di emettere obbligazioni (per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili) è di per sé disposizione volta a scongiurare quel rischio che anche l'art. 2467 c.c. intende evitare e cioè che con l'emissione di obbligazioni si verifichi eccessivo squilibrio tra patrimonio netto e indebitamento con conseguente trasferimento del rischio di impresa sui creditori. Infine, ma non ultimo, nel caso – come quello che occupa – in cui il prestito è consistito in emissione di obbligazioni convertibili in azioni, la previsione ab origine secondo modalità e tempi stabiliti dalla società emittente di conversione del credito in capitale di rischio rende vieppiù arduo prefigurare il fine opportunistico del socio imprenditore che si vuole sotteso alla previsione sanzionatoria dell'art. 2467 c.c.”*.

Nonostante la ricostruzione data dal Tribunale di Bologna possa essere condivisa, in linea di massima, quanto alle obbligazioni convertende in azioni

Milano, 25 luglio 2014, in “Giurisprudenza Commerciale”, 2015, p. 1323; BACCETTI, Postergazione dei finanziamenti anomali e prestito obbligazionario, in “il Societario”, p. 1.

(cui tra l'altro sembra riferirsi specificatamente la sentenza), maggiori perplessità permangono con riferimento alle obbligazioni convertibili in azioni; in questo caso, infatti, se è vero che per effetto di una tale operazione l'obbligazionista ha interesse (in virtù della possibilità di convertire in *equity* il proprio prestito) ad uno sviluppo economico della società, allo stesso tempo non si può negare come il diritto di conversione che gli viene riconosciuto gli consenta di temperare notevolmente i rischi dell'operazione¹²⁷. Com'è stato osservato anche in dottrina, ove l'investimento assuma una tale conformazione, possono essere cumulati opportunisticamente più interessi economici in capo al finanziatore dell'impresa: in caso di crescita e sviluppo economico della società, costui potrà decidere di diventarne socio mediante la conversione delle obbligazioni in azioni, mentre nel caso in cui la conversione non garantisca adeguate prospettive di remunerazione dell'investimento, l'investitore conserverà la sua pretesa creditoria alla restituzione della somma verso la società¹²⁸.

Sulla scorta delle considerazioni svolte, sembra preferibile seguire un orientamento intermedio in modo da garantire un corretto equilibrio tra certezza del diritto e prevenzione degli abusi. Non si può, infatti, negare come l'art. 2467 c.c., già solo per la sua formulazione codicistica e i suoi stringenti requisiti, si caratterizzi per essere una norma avente carattere straordinario; ammetterne una generale applicabilità a tutte le ipotesi di strumenti finanziari convertibili (pur se muniti di diritti inerenti al controllo societario) sarebbe deleterio e molto probabilmente si scontrerebbe con la *voluntas legis*. Allo stesso tempo però un'interpretazione estensiva può essere utile come deterrente contro condotte di carattere strumentale; ecco che sotto questo secondo profilo ben può tornare utile l'apertura giurisprudenziale rappresentata dalla pronuncia del Tribunale di Treviso. In altri termini, se pare corretto escludere un'applicazione generalizzata della norma, allo stesso tempo non pare errato consentirne l'applicazione in casi

¹²⁷ Emerge così la differenza in tema di informazione del socio finanziatore tra le società per azioni e le società a responsabilità limitata.

¹²⁸ BACCETTI, Postergazione dei finanziamenti anomali e prestito obbligazionario, *cit.*, p. 9 e ss.

estremi, valorizzando così al massimo le specificità del caso concreto¹²⁹. Proprio con riferimento alla questione della giustizia del caso concreto da ultimo accennata, pare utile segnalare una pronuncia in un certo senso emblematica della Corte di Cassazione¹³⁰: la Corte, in un caso caratterizzato dall'emissione di un prestito obbligazionario (non convertibile) sottoscritto da un socio di maggioranza e presidente del c.d.a. di una società per azioni, ha applicato la regola della postergazione legale proprio in virtù delle specificità che connotavano la fattispecie¹³¹.

5. La qualificazione dell'apporto e la sua incidenza nel bilancio societario

La sussistenza o meno del diritto alla restituzione dell'apporto, oltre ad avere delle immediate ricadute a livello giuridico, determina anche delle notevoli conseguenze in termini economici; a seconda, infatti, che il diritto al rimborso sussista o meno la somma investita dal finanziatore confluirà in una posta di patrimonio netto oppure tra i debiti della società, riflettendo così la causa e la natura giuridica dell'operazione¹³².

Ove il regolamento di emissione degli strumenti finanziari non riconosca ai titolari degli stessi il diritto al rimborso dell'apporto (e quindi gli strumenti finanziari siano considerabili come strumenti di quasi-*equity*) l'apporto confluirà nel patrimonio netto della società in un'apposita riserva, incrementando

¹²⁹ Si pensi, per esempio, al caso di strumenti finanziari che riconoscano all'investitore, oltre al diritto al rimborso dell'apporto, ampie prerogative di carattere amministrativo tali da determinare ingerenze non secondarie all'interno della società (si pensi al diritto di nomina di uno dei componenti del c.d.a. oppure un diritto di controllo che ricalchi quello del secondo comma dell'art. 2476 c.c.). Assisteremmo così ad un soggetto formalmente terzo che però si trova in una posizione di forza all'interno della società. Ecco che proprio in ragione della sua peculiare posizione, nel momento in cui costui si accorga che il progetto di *business* è sostanzialmente fallito, potrà chiedere (ed ottenere) il rimborso di quanto apportato.

¹³⁰ Cassazione civile, sez. I - 20/06/2018, n. 16291, in "DeJure".

¹³¹ Cfr. RIVA, Applicabilità dell'art. 2467 c.c. al prestito obbligazionario emesso da una società per azioni, nota a Cassazione civile, 20 giugno 2018, n. 16291, *cit.*, p. 214 e ss., 217, il quale sottolinea la centralità del ruolo del diritto di informazione del socio per applicare la regola della postergazione ad un prestito obbligazionario.

¹³² Cfr. INNOCENTI, Gli strumenti finanziari partecipativi alla prova della giurisprudenza, *cit.*, p. 376.

l'ammontare delle risorse esposte al rischio d'impresa¹³³. Come ricordato dal Consiglio Notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato (d'ora in avanti, più brevemente, "Consiglio Notarile di Firenze")¹³⁴, seppur con riferimento all'art. 2346 c.c., l'imputabilità a patrimonio netto di una riserva di importo pari agli apporti dei sottoscrittori degli strumenti finanziari partecipativi, è subordinata all'esistenza di due condizioni:

1. il regolamento di emissione degli strumenti finanziari non deve garantire un diritto incondizionato alla restituzione dei suddetti apporti;
2. la remunerazione degli strumenti finanziari deve dipendere dall'esistenza (ossia dall'accertamento contabile) di un utile distribuibile.

La riserva nella quale confluiscono le risorse apportate dai sottoscrittori di strumenti finanziari è una riserva c.d. "targata", ossia vincolata a favore di un determinato soggetto, in modo da evitare che delle somme in essa confluite beneficino impropriamente altri soggetti¹³⁵; come affermato dal Consiglio Nazionale del Notariato lo scopo attribuito alla riserva può essere rimosso dallo stesso organo che lo ha impresso¹³⁶. La targatura delle riserve è operazione considerata pacificamente realizzabile sia in dottrina che in giurisprudenza: nei limiti in cui l'accordo tra la società ed i terzi (*i.e.* gli investitori in strumenti finanziari), per effetto del quale venga condizionata la disponibilità delle riserve, sia lecito, valido, efficace e diretto a realizzare interessi meritevoli di tutela, non

¹³³ La riserva così formata si denomina normalmente "Riserva Apporti Strumenti Finanziari Partecipativi". Tale nomenclatura è stata utilizzata, per esempio, da H-Farm S.p.A. in occasione dell'emissione di strumenti finanziari partecipativi il 12 dicembre 2019 (documento consultabile al [link: https://d2sj0xby2hzqoy.cloudfront.net/hfarm_corporate/attachments/data/000/001/885/original/2019.12.18_Documento_informativo_Operazioni_di_Maggiore_Rilevanza_PartCorrelate_v5def_compressed.pdf](https://d2sj0xby2hzqoy.cloudfront.net/hfarm_corporate/attachments/data/000/001/885/original/2019.12.18_Documento_informativo_Operazioni_di_Maggiore_Rilevanza_PartCorrelate_v5def_compressed.pdf)).

¹³⁴ CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, massima n. 69/2018 - Strumenti finanziari partecipativi e disciplina statutaria della incidenza delle perdite, in "www.consiglionotarilefirenze.it", p. 2.

¹³⁵ Cfr. SPOLIDORO, Apologia delle riserve targate e degli accordi di targatura delle riserve, in "Banca Borsa Titoli di Credito", 2017, p. 1. In particolare, la riserva targata formata con gli apporti raccolti in occasione di un'emissione di strumenti finanziari partecipativi ben potrebbe essere funzionale a consentire una conversione degli strumenti finanziari in capitale.

¹³⁶ Cfr. TRIMARCHI, Le modificazioni del capitale nominale senza modificazione del patrimonio netto - (Parte Prima), studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 99-2011/I, approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 25 maggio 2011, in "www.notariato.it", p.18.

vi sono ragioni per negarne la tutela ed il riconoscimento giuridico¹³⁷. Richiamando il ragionamento di un Autore¹³⁸, “se non esistesse la possibilità di targare le riserve, si finirebbe per produrre un risultato paradossale, in grado di scoraggiare i potenziali interessati agli strumenti finanziari partecipativi inducendoli a non sottoscriverli o a pretendere dalla società compensi meno efficienti. Infatti, non solo i loro apporti incrementerebbero il patrimonio netto della società, ma avvantaggerebbero ingiustamente i soci, dando loro la possibilità di “attribuirsi”, per mezzo di una delibera assembleare, la riserva disponibile così creata: per esempio distribuendosela in ragione delle azioni possedute”. Si realizza così una “restrizione oggettiva dei poteri dell’assemblea”¹³⁹ per effetto della quale i soci devono operare nel rispetto del limite imposto dallo statuto con riferimento alla riserva targata, evitando così condotte di stampo opportunistico.

È in ogni caso opportuno che la “targatura” sia espressamente prevista all’interno dello statuto, costituendo essa una deroga rispetto alla norma altrimenti applicabile¹⁴⁰.

La creazione di un’apposita riserva, con riferimento all’emissione degli strumenti finanziari, determina non poche implicazioni di carattere pratico che meritano di essere approfondite separatamente.

Una prima, e in un certo senso preliminare, questione da affrontare è legata al se sia possibile che la riserva targata venga intaccata dalle perdite di esercizio. La dottrina dominante¹⁴¹ (così come la giurisprudenza che si è

¹³⁷ Cfr., *ex multis*, INNOCENTI, Gli strumenti finanziari partecipativi alla prova della giurisprudenza, *cit.*, p. 376; MIGNONE, Strumenti finanziari partecipativi del genere “mezzanino”: se sei riserva, non puoi fare il capita...le., nota a Tribunale di Napoli Sez. spec. Impresa, 24 febbraio 2016, *cit.*, p. 492; SPOLIDORO, Apologia delle riserve targate e degli accordi di targatura delle riserve, *cit.*, p. 1; TRIMARCHI, Le modificazioni del capitale nominale senza modificazione del patrimonio netto - (Parte Prima), *cit.*, p.18. In giurisprudenza si veda: Cassazione civile sez. I - 24/07/2007, n. 16393, in “DeJure”.

¹³⁸ SPOLIDORO, Apologia delle riserve targate e degli accordi di targatura delle riserve, *cit.*, p. 29.

¹³⁹ Quest’efficace espressione è utilizzata da SPOLIDORO, Apologia delle riserve targate e degli accordi di targatura delle riserve, *cit.*, p. 23.

¹⁴⁰ Cfr. SPOLIDORO, Apologia delle riserve targate e degli accordi di targatura delle riserve, *cit.*, p. 30.

¹⁴¹ Cfr. INNOCENTI, Gli strumenti finanziari partecipativi alla prova della giurisprudenza, *cit.*, p. 376; MIGNONE, Strumenti finanziari partecipativi del genere “mezzanino”: se sei riserva, non

pronunciata sul punto)¹⁴² propende per la soluzione affermativa; non manca però chi sostiene la tesi per cui la riserva *de qua* non debba essere intaccata dalle perdite d'esercizio fintanto che non venga eroso il capitale sociale, pena una violazione del principio di equità nei rapporti tra soci e titolari degli strumenti finanziari¹⁴³. Quest'ultimo orientamento mira a valorizzare il nesso potere-rischio e la circostanza per cui è l'azionista il soggetto maggiormente interessato alla gestione della società, ragion per cui, in qualità di *residual claimant*, è l'unico titolare del diritto di voto nell'assemblea generale¹⁴⁴; la regola di corrispondenza potere-rischio verrebbe lesa, in quanto i risultati negativi della gestione sociale finirebbero per colpire prima i titolari degli strumenti finanziari partecipativi e, solo in un secondo momento, coloro che sono titolari del diritto di voto; si genererebbe così un disallineamento tra l'interesse di cui sono portatori gli azionisti e l'interesse collettivo dell'organizzazione societaria, in quanto le decisioni degli azionisti impatterebbero in via prioritaria sui titolari degli strumenti finanziari partecipativi e solo in via secondaria sugli azionisti stessi, che dunque non sarebbero più i portatori della pretesa "residuale" sul patrimonio sociale¹⁴⁵.

Una tale soluzione va però respinta in linea con il – preferibile – orientamento maggioritario; ove gli strumenti finanziari siano concepiti come strumenti di quasi-*equity* non vi è ragione per cui essi debbano essere esonerati

puoi fare il capita...le., *cit.*, p. 495 e ss.; BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), *cit.*, p. 1195; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 164 - Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 8, nota 5.

¹⁴² Cfr. Cassazione civile sez. I - 12/05/2022, n. 15087, in "DeJure"; Tribunale sez. spec. Impresa - Napoli, 25/02/2016, in "DeJure"; Cassazione civile sez. I - 02/04/2007, n. 8221, in "DeJure".

¹⁴³ Cfr. D'ATTORRE, Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi, nota a Tribunale di Napoli Sez. spec. Impresa, 24 febbraio 2016, *cit.*, p. 279; LAMANDINI, Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità nella partecipazione alle perdite, nota a Tribunale di Napoli Sez. spec. Impresa, 25 febbraio 2016, in "le Società", 2016, p. 979 e ss.

¹⁴⁴ Dato questo confermato dal d.l. 179/2012 che esclude dai diritti attribuibili al titolare di strumenti finanziari "il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli articoli 2479 e 2479-bis del Codice civile".

¹⁴⁵ Cfr. D'ATTORRE, Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi, nota a Tribunale di Napoli Sez. spec. Impresa, 24 febbraio 2016, *cit.*, p. 279.

dal subire l'incidenza delle perdite d'esercizio¹⁴⁶. È certamente vero che questa soluzione potrebbe apparire iniqua nei confronti degli investitori; tuttavia non vi sono alternative a livello giuridico per escludere una tale conclusione, potendosi, al massimo, cercare di introdurre a livello statutario o nel regolamento di emissione (come si vedrà *infra*), delle previsioni che ne attenuino gli effetti negativi; un'eventuale clausola (sovente presente nella prassi)¹⁴⁷ che stabilisse la sopravvivenza della riserva al capitale sarebbe nulla per contrarietà a norme imperative di ordine pubblico¹⁴⁸. Come ha fatto notare un Autore¹⁴⁹, ove si ammettesse la sopravvivenza della riserva targata al capitale potrebbe generarsi una situazione ai limiti del paradossale: sposando questa tesi, infatti, ove venissero sottoscritti strumenti convertibili in quote, si consentirebbe al titolare degli strumenti finanziari di sfuggire alla partecipazione alle perdite e nel caso in cui esse azzerassero il capitale sociale, ove l'investitore esercitasse il diritto di conversione otterrebbe la titolarità delle partecipazioni nella società¹⁵⁰. Non c'è

¹⁴⁶ Cfr. MIGNONE, Strumenti finanziari partecipativi del genere "mezzanino": se sei riserva, non puoi fare il capita...le., *cit.*, p. 495.

¹⁴⁷ Cfr. BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), *cit.*, p. 1196. Gli Autori richiamano, a nota 32, la clausola di un regolamento di emissione adottato nel 2009 (quindi un'emissione operata da una società per azioni) la quale prevedeva che "la riserva da SFP partecipa alle eventuali future perdite di esercizio della società alle seguenti condizioni: (a) solo dopo che tutte le altre riserve della società siano state utilizzate a copertura delle perdite; e (b) successivamente, ove occorresse, unitamente al capitale sociale in proporzione al rispettivo ammontare".

¹⁴⁸ Cfr. MIGNONE, Strumenti finanziari partecipativi del genere "mezzanino": se sei riserva, non puoi fare il capita...le., *cit.*, p. 496. Non rinvia alcuna causa di illegittimità in una previsione di questo tenore CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, massima n. 69/2018 - Strumenti finanziari partecipativi e disciplina statutaria della incidenza delle perdite, *cit.*, p. 9, secondo il quale la riserva SFP fosse intaccata dalle perdite prima del capitale sociale "si verrebbe così a creare un disallineamento tra l'interesse di cui sono portatori gli azionisti e l'interesse collettivo dell'organizzazione societaria, perché le decisioni degli azionisti ricadrebbero in via prioritaria sui titolari degli strumenti finanziari partecipativi e solo in seconda battuta sugli azionisti stessi, che non sarebbero più i portatori della pretesa "residuale" sul patrimonio sociale. Si può pertanto conclusivamente rilevare che la regola volta a ricollegare all'erosione della riserva in via anticipata rispetto al capitale sociale l'annullamento degli strumenti finanziari in via antergata rispetto ai titoli azionari finisce per determinare una alterazione dell'ideale climax ascendente che connota il rischio d'impresa dei diversi soggetti che concorrono al finanziamento della e all'investimento nella impresa azionaria".

¹⁴⁹ Cfr. MIGNONE, Strumenti finanziari partecipativi del genere "mezzanino": se sei riserva, non puoi fare il capita...le., *cit.*, p. 496.

¹⁵⁰ Un tale risultato è da considerarsi intollerabile per l'ordinamento giuridico; a riprova di ciò si pensi alla disciplina prevista dal Codice civile in tema di riduzione del capitale sociale sotto il minimo legale cui segue il contestuale aumento: in questo caso, *ex art. 2481-bis c.c.*, non è

quindi dubbio che la regola di *default*, avente, tra l'altro, carattere inderogabile, imponga la partecipazione alle perdite d'esercizio della riserva "targata", contribuendo ad assolvere alla tradizionale funzione di cuscinetto per il capitale sociale, propria di ogni riserva.

Questa ricostruzione è stata inoltre avallata anche dalla giurisprudenza (tanto di merito che di legittimità): ribadendo un principio ormai consolidato, la Corte di cassazione oltre ad ammettere la possibilità che la riserva venga diminuita dalle perdite d'esercizio, ha sancito (quanto alle modalità di riduzione) che *“vale il principio per cui le disponibilità delle società devono essere intaccate secondo un ordine che tenga conto del grado di facilità con cui la società potrebbe deliberarne la destinazione ai soci; che il capitale sociale ha un grado di indisponibilità maggiore di quello relativo alla riserva legale, laddove le riserve statutarie e quelle facoltative create dall'assemblea sono liberamente disponibili; e che, pertanto, devono essere utilizzate, nell'ordine, prima le riserve facoltative, poi quelle statutarie, indi quelle legali e, da ultimo, il capitale sociale. Si tratta di una modalità inderogabile, in quanto la sua ratio risiede nella circostanza che i diversi strati del netto, poiché sono progressivamente più vincolati a garanzia dei creditori, possono e devono subire le decisioni dei soci di intaccarli nell'ordine sopra indicato, restando preclusa ai soci la possibilità di far gravare le perdite sul netto meno vincolato, sino a quando esistono parti di netto meno vincolate o non vincolate”*¹⁵¹.

Dato che nella motivazione della sentenza si parla di “principio di disponibilità”, si ritiene utile, a questo punto della trattazione e in vista di quanto si dirà *infra*, procedere ad una precisazione a livello terminologico; come

possibile offrire le quote di nuova emissione a terzi onde evitare la sostanziale pretermissione dei vecchi soci.

¹⁵¹ Cassazione civile sez. I - 02/04/2007, n. 8221, *cit.* (più recentemente, negli stessi termini, Cassazione civile sez. I - 12/05/2022, n. 15087, *cit.*). Il principio è stato applicato anche da Tribunale sez. spec. Impresa - Napoli, 25/02/2016, *cit.*; tale ultima pronuncia assume un ruolo di primaria importanza nella ricostruzione della disciplina degli strumenti finanziari partecipativi, in quanto è stata la prima ad occuparsi *ex professo* di questo tema. Il provvedimento del tribunale partenopeo affronta due questioni in particolare: l'intaccabilità (o meno) della riserva SFP da parte delle perdite d'esercizio e la necessaria (o meno) sussistenza della riserva per poter esercitare il diritto di conversione in azioni degli SFP.

suggerito in dottrina, è opportuno distinguere la diversa portata semantica dei concetti di riserva “disponibile” e di riserva “distribuibile”¹⁵². Le differenti sfumature terminologiche si possono cogliere se ci si focalizza sulle modalità di utilizzo della riserva; infatti, “le possibili utilizzazioni delle riserve “disponibili” sono l’aumento gratuito del capitale sociale, il rimborso della partecipazione in caso di recesso del socio, la copertura delle perdite (dell’esercizio e/o di esercizi precedenti), la distribuzione ai soci e la destinazione a scopi specifici. Ne deriva che la “distribuibilità” della riserva rappresenta solo uno dei possibili utilizzi della riserva “disponibile”, essendo in un rapporto di *species* a *genus* rispetto alla disponibilità. (...) Le riserve “disponibili” possono, pertanto, a loro volta distinguersi in riserve “distribuibili” o “non distribuibili” mentre le riserve “indisponibili” sono, in quanto tali, “indistribuibili”. L’“indistribuibilità” della riserva scaturisce da un divieto di distribuzione (imposto dalla legge o dallo statuto), divieto che impone di non assegnare ai soci i valori corrispondenti alle riserve iscritte in bilancio ma destinati invece a rimanere nel patrimonio netto: ciò al fine di rendere tali valori disponibili per altri scopi”¹⁵³. In base a ciò è possibile ritenere che la riserva SFP sia indis distribuibile, e con un basso grado di disponibilità.

6. Gli strumenti di sterilizzazione degli effetti (negativi) derivanti dalle perdite d’esercizio e la tutela degli interessi dell’investitore

Dato che deve ritenersi che la riserva targata sia esposta, nei limiti individuati al paragrafo precedente, all’erosione delle perdite d’esercizio, si pone

¹⁵² PALMIERI, La partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari *ex art.* 2346, comma 6, c.c. convertendi in azioni, nota a Tribunale di Napoli Sez. spec. Impresa, 25 febbraio 2016, in “le Società”, 2016, p. 987 e ss.

¹⁵³ Cfr. TRINCHESE, La disponibilità e la distribuibilità delle riserve del patrimonio netto: aspetti civilistici e contabili, in “www.fondazioneazionalecommercialisti.it”, 2017, p. 5. Una ricostruzione analoga è contenuta anche nell’appendice “B” dell’OIC-28 (dedicato al patrimonio netto) nella sua versione del 2014 (la versione del 2016, aggiornata nel 2019, non comprende invece questa specifica appendice); l’OIC-28 può essere consultato nel sito della Fondazione OIC al link <https://www.fondazioneoic.eu/?p=11334>. Questa ricostruzione è stata proposta, per la maggior parte del suo contenuto, anche dalla giurisprudenza di legittimità (Cassazione civile sez. I - 12/05/2022, n. 15087, *cit.*).

il problema di capire se sia possibile salvaguardare l'integrità della stessa, tutelando così – di riflesso – anche gli interessi dell'investitore.

Un primo strumento per salvaguardare le prerogative dei titolari di strumenti finanziari partecipativi è rappresentato dall'inserimento, nella fonte regolatrice dell'emissione, di una specifica clausola che preveda la sopravvivenza dei diritti dell'investitore all'azzeramento della riserva targata. Una tale previsione è pacificamente ammessa tra gli interpreti, e pare essere in grado di disinnescare in modo quasi definitivo le problematiche legate all'incidenza delle perdite sulla riserva SFP¹⁵⁴; così facendo l'investitore potrà continuare ad esercitare gran parte delle sue prerogative senza subire pregiudizi nel caso in cui le risorse apportate in società si esauriscano. A sostegno dell'ammissibilità di una tale clausola si sono espressi anche gli orientamenti notarili; il Consiglio Notarile di Milano (con la massima appena citata), in particolare, ha sostenuto che *“salva diversa disposizione contenuta nello statuto o nel regolamento degli strumenti finanziari partecipativi allegato allo statuto, i diritti patrimoniali spettanti agli strumenti finanziari privi di diritto al rimborso del valore dell'apporto non dipendono dall'esistenza e dalla permanenza in essere della riserva costituitasi a fronte dell'apporto”*. Non deve lasciare perplessi l'esplicito riferimento ai soli diritti patrimoniali, visto che la massima si occupa specificamente di questi; inoltre, come viene chiarito nel commento alla medesima, l'erosione della riserva causata dalle perdite non è in grado di pregiudicare nemmeno l'esercizio dei diritti di carattere amministrativo¹⁵⁵. Ma vi è di più; la massima milanese riveste una notevole importanza anche in ragione del fatto che riconosce alla regola della sopravvivenza dei diritti patrimoniali e amministrativi carattere di norma di *default*. Tale conclusione può essere ricavata

¹⁵⁴ Cfr. SABINO, Strumenti finanziari partecipativi e fallimento della società emittente, in “Rivista di Diritto Societario”, 2021, p. 741 e ss.; SPOLIDORO, Apologia delle riserve targate e degli accordi di targatura delle riserve, *cit.*, p. 29; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 164 - Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 1; CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, massima n. 69/2018 - Strumenti finanziari partecipativi e disciplina statutaria della incidenza delle perdite, *cit.*, p. 1 e ss.

¹⁵⁵ Cfr. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 164 - Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 2.

dalla formulazione letterale della massima stessa, la quale utilizzando l'inciso “*salva diversa disposizione contenuta nello statuto o nel regolamento*”, non lascia alcun margine di dubbio a riguardo. Ciò nonostante, pare comunque opportuno, considerata soprattutto l'assenza di consolidati orientamenti giurisprudenziali, che sia espressamente prevista dall'autonomia privata una specifica clausola nel regolamento di emissione o nello statuto, che sancisca la sopravvivenza dei diritti dell'investitore all'azzeramento della riserva targata.

Già questa prima clausola è in grado di offrire una tutela forte all'investitore, essendo da sola in grado di sterilizzare le possibili problematiche connesse all'erosione della posta di patrimonio netto accesa con l'operazione di finanziamento. Meritano però di essere studiate ulteriori soluzioni in quanto determinati diritti (*i.e.* il diritto di conversione in quote) richiedono, ai fini del loro esercizio, la necessaria sussistenza della riserva.

Una clausola che viene sovente adottata nella prassi¹⁵⁶, e che ben potrebbe soddisfare quest'esigenza, è rappresentata dalla previsione nell'atto costitutivo di una peculiare “gradazione” delle riserve; la dottrina ammette una clausola statutaria che indichi uno specifico ordine di incidenza delle perdite sulle riserve, consentendo alla società di prevedere che la riserva targata sia intaccata prima del capitale sociale, ma solamente dopo che siano state azzerate tutte le altre riserve (ossia le – eventuali – riserve facoltative, le riserve statutarie e anche la riserva legale)¹⁵⁷. Una tale ricostruzione sembra essere coerente sia con le istanze

¹⁵⁶ Cfr. BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), *cit.*, p. 1195. Gli Autori riportano, a nota 30, un esempio di clausola adottata in un regolamento di emissione datato 2012 la quale recita che “la Riserva SFP può essere utilizzata a copertura delle eventuali future perdite di esercizio della Società solo dopo che tutte le altre riserve della Società siano state utilizzate a tal fine”.

¹⁵⁷ Cfr. SABINO, Strumenti finanziari partecipativi e fallimento della società emittente, *cit.*, p. 741; INNOCENTI, Gli strumenti finanziari partecipativi alla prova della giurisprudenza, *cit.*, p. 377; SPOLIDORO, Apologia delle riserve targate e degli accordi di targatura delle riserve, *cit.*, p. 29; MILLONI, Versamenti in conto futuro aumento nelle società di capitali e in particolare nella società a responsabilità limitata: natura giuridica e operatività nei rapporti tra socio erogante e società, nota a Tribunale Roma, 03 febbraio 2015, in “Rivista del Notariato”, 2016, p. 341 e ss.; TRONCI, Le riserve “targate” tra diritto e ragioneria, in “Rivista delle Società”, 2012, p. 1158; FESTA FERRANTE, Natura giuridica e vicende dei versamenti in conto capitale e a fondo perduto (o a copertura di perdite), in “Rivista del Notariato”, 2010, p. 1018; PORTALE, Appunti in tema di “versamenti in conto futuri aumenti di capitale” eseguiti da un solo socio, in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 1995, p. 98; CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI

di equità e giustizia sostanziale, fatte valere da quella parte di dottrina che nega l'esposizione alle perdite della riserva, sia con il principio di diritto affermato dalla Corte di cassazione sull'ordine di incidenza delle perdite: va infatti rammentato, quanto a questo secondo profilo, che la riserva formata con le risorse apportate dai titolari degli strumenti finanziari non è una riserva come le altre essendo costituita in favore di un determinato soggetto (motivo per il quale è definita "targata"); ne consegue che essa ben potrà essere ritenuta maggiormente vincolata rispetto a tutte le altre riserve (che tra l'altro si caratterizzano per essere di spettanza comune), le quali perciò dovranno essere erose in via prioritaria rispetto a quella targata.

Le maggiori perplessità circa la legittimità o meno di una tale clausola sorgono con riferimento alla riserva legale, la quale è tradizionalmente ritenuta la riserva con il maggior grado di indisponibilità. Non sembra però che questa sua "antergazione" debba essere censurata, in quanto essa non viene distratta da quella che tradizionalmente è la sua funzione¹⁵⁸, ma – semplicemente – verrà ridotta come se nessuna emissione di strumenti finanziari fosse mai avvenuta¹⁵⁹. La legittimità di una tale ricostruzione è suffragata anche dallo studio n. 3658 del Consiglio Nazionale del Notariato, nel quale si è affrontato il tema (che presenta alcuni caratteri di convergenza con quello degli strumenti finanziari) dei c.d. "versamenti in conto futuro aumento capitale"¹⁶⁰. Si tratta di quelle somme che vengono corrisposte da uno o più soci alla società come anticipazione sulla liberazione di un futuro aumento oneroso del capitale, e che, come ricordato recentemente dalla giurisprudenza di legittimità, in virtù della loro natura vanno

FIRENZE, PISTOIA E PRATO, massima n. 69/2018 - Strumenti finanziari partecipativi e disciplina statutaria della incidenza delle perdite, *cit.*, p. 5. Non mancano però gli Autori che avversano tale ricostruzione; per una rapida disamina delle posizioni emerse in dottrina si veda CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 164 - Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, nota 6. In giurisprudenza, a favore di una tale soluzione, si segnala Cassazione civile sez. I - 12/05/2022, n. 15087, *cit.*

¹⁵⁸ Ossia la nota funzione di "cuscinetto" contro le perdite d'esercizio a salvaguardia del capitale sociale.

¹⁵⁹ Conseguenza ineludibile derivante dall'erosione della riserva legale è l'obbligo in capo alla società di provvedere alla sua integrale ricostituzione negli esercizi successivi.

¹⁶⁰ Cfr. ATLANTE, MARICONDA, La riduzione del capitale per perdite, studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 3658, approvato dalla Commissione Studi Civilistici l'11 dicembre 2001, in "www.notariato.it", p. 18.

iscritte a bilancio come riserva¹⁶¹; essi tuttavia, “possono essere utilizzati solo per liberare aumenti onerosi e non anche per coprire eventuali perdite (a meno che ovviamente non risulti una diversa volontà dei soci o del socio che li hanno effettuati)”¹⁶².

Un ulteriore argomento a favore della tesi che qui si intende sostenere può essere rinvenuto valorizzando i concetti di “riserva non disponibile” e di “riserva non distribuibile”.

Dall’esposizione svolta *supra* ben si può comprendere come la riserva targata in cui confluiscono gli apporti dei titolari degli strumenti finanziari sia caratterizzata (essendo vincolata ad uno specifico soggetto) da un elevato grado di indisponibilità, motivo per il quale è giustificata la sua postergazione rispetto a tutte le altre riserve nell’assorbimento delle perdite d’esercizio, compresa quella legale. Quest’ultimo aspetto (ovvero la postergazione della riserva targata rispetto alla riserva legale) è senza dubbio quello più complicato da giustificare; una recente pronuncia della Suprema Corte sembra tuttavia legittimare tale ricostruzione, e lo fa ponendo l’accento sul carattere della “non distribuibilità” della riserva¹⁶³. Nel caso di specie (che non riguardava specificamente la riserva SFP) le riflessioni della Corte si sono sviluppate intorno all’obbligo (*ex lege*) di iscrivere una riserva non distribuibile da plusvalenza nelle immobilizzazioni *ex art. 2426 c.c., comma 1, n. 4*. È stato affermato in particolare che *“quella in esame è dunque, giocoforza, una riserva che deve essere intaccata - per il principio di imputazione delle riserve dalla meno vincolata alla più vincolata - solo dopo che altre riserve prive del vincolo di non distribuibilità siano state già erose dalle perdite. Nell’ambito delle poste del patrimonio netto, pertanto, se si può aderire all’opinione secondo cui la riserva da plusvalenza del valore delle controllate è*

¹⁶¹ Cfr. Cassazione civile sez. VI - 16/11/2021, n. 34503, in “DeJure.it”. La Suprema Corte, conformandosi all’orientamento giurisprudenziale dominante, ha affermato che *“una funzione oggettiva di credito è da escludere dinanzi a versamenti in conto di un futuro aumento di capitale, visto che essi, ove l’aumento intervenga, vanno a confluire automaticamente in esso, mentre, ove l’aumento non intervenga, vanno si restituiti (...). L’iscrizione in bilancio avviene in tali casi come riserva, e non come finanziamento soci e come debito della società verso i medesimi”*.

¹⁶² Cfr. ATLANTE, MARICONDA, La riduzione del capitale per perdite, *cit.*, p. 18.

¹⁶³ Cfr., ancora, Cassazione civile sez. I - 12/05/2022, n. 15087, *cit.*

utilizzabile a copertura delle perdite, tuttavia proprio per evitare l'effetto indiretto di derogare di fatto al regime della indisponibilità è necessario che, per la regola della graduazione delle voci iscritte al patrimonio netto, difettino in bilancio poste del netto più liberamente disponibili. Onde essa potrà essere utilizzata per ridurre o eliminare le perdite soltanto dopo ogni altra riserva distribuibile iscritta in bilancio, ma prima del capitale; in mancanza, si verificherebbe la "liberazione" della riserva dal suo status di maggiore tutela, prima che le altre riserve siano state utilizzate a tal fine, in dispregio della ratio della disposizione"¹⁶⁴.

Da una tale affermazione è possibile ricavare che la riserva legale non dev'essere in ogni caso l'ultima ad essere intaccata dalle perdite, ben potendo ammettersi in situazioni peculiari che questa venga antergata rispetto ad un'altra posta di patrimonio netto. Ciò è quello che si ritiene che debba verificarsi nei casi di riserve non distribuibili, tra le quali si può far rientrare quella correlata all'emissione di strumenti finanziari; alcuni potrebbero obiettare che, mentre per la riserva ex art. 2426 c.c. è la legge a stabilire espressamente il vincolo di indisponibilità, ciò non è previsto per la riserva SFP. Si ritiene però che questo non sia un elemento dirimente, in quanto ove si escluda il diritto al rimborso dell'apporto, per le ragioni sinora esposte, non sarebbe coerente né logico ammettere la distribuzione della riserva formata a seguito dell'emissione di strumenti finanziari.

Un ulteriore meccanismo utile a neutralizzare *ex post* le conseguenze derivanti dall'erosione della riserva potrebbe essere immaginato nella previsione di un obbligo a livello statutario di ricostituzione della riserva SFP in capo alla società o ai soci nel caso in cui venga ridotta dalle perdite; si andrebbe così a replicare il modello previsto dall'art. 2430 c.c. per la riserva legale, il quale dopo

¹⁶⁴ Viene inoltre richiamato come esempio, per avvalorare la bontà della ricostruzione, il d.lgs. 28 febbraio 2005, n. 38, (Esercizio delle opzioni previste dall'art. 5 del reg. (CE) n. 1606/2002 in materia di principi contabili internazionali); il decreto legislativo, all'art. 7-bis, c. 2, lett. "c", prevede che se il saldo degli effetti contabili connessi con il passaggio dai principi contabili internazionali alla normativa nazionale è positivo, il saldo è iscritto in una riserva indisponibile che "può essere utilizzata per la copertura delle perdite di esercizio solo dopo l'utilizzo delle riserve di utili disponibili e della riserva legale".

aver affermato al primo comma che *“dagli utili netti annuali deve essere dedotta una somma corrispondente almeno alla ventesima parte di essi per costituire una riserva, fino a che questa non abbia raggiunto il quinto del capitale sociale”*, al secondo comma aggiunge che *“la riserva deve essere reintegrata a norma del comma precedente se viene diminuita per qualsiasi ragione”*. Un tale obbligo a ben vedere potrebbe venire a gravare tanto in capo alla società, prevedendo, per esempio, l’obbligo di destinare alla riserva SFP una certa quota degli utili annui (o di altre risorse presenti nel patrimonio sociale) fino all’integrale ricomposizione della stessa, che in capo ai soci stessi, mediante un versamento a patrimonio. L’obbligo in capo alla società di ripristinare l’integrità della riserva può essere utile però solamente se la perdita registrata dalla società ha carattere contingente ed è destinata ad essere riassorbita negli esercizi successivi; se, invece, il bilancio della società è sistematicamente in perdita questa forma di tutela è senza dubbio insufficiente.

CAPITOLO TERZO

IL RAPPORTO TRA TITOLI DI DEBITO E STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI

1. I titoli di debito disciplinati dall'art. 2483 c.c.

L'istituto dei titoli di debito ha fatto il suo ingresso nella disciplina della società a responsabilità limitata nel 2003, a seguito della riforma organica al Codice civile. La ragione della sua introduzione è analoga a quella che ha spinto il legislatore a riconoscere alle start up e alle PMI innovative la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi, ossia la più volte ricordata esigenza di emancipare la società a responsabilità limitata dal sistema bancario¹⁶⁵; non è infatti una novità che le società di piccole e medie dimensioni (che sovente assumono la forma giuridica della s.r.l.) trovino proprio nel mercato creditizio il canale preferenziale per soddisfare le più o meno contingenti esigenze di finanziamento dell'impresa. Come è stato ricordato in dottrina, “tale innovazione non è di poco conto se si tiene in considerazione che con la normativa *ante* riforma, in presenza del divieto assoluto di emettere titoli obbligazionari contenuto nell'art. 2486, comma 3, c.c. prev., la possibilità per le s.r.l. di raccogliere capitali da terzi era limitata, oltre che al ricorso al credito bancario, alla emissione di titoli a breve termine (cambiali finanziarie) ed a medio termine (certificati finanziari), a condizione, però, che i bilanci dei tre anni precedenti fossero in utile e che il cinquanta per cento dell'ammontare dell'investimento fosse garantito da un intermediario”¹⁶⁶.

Se questo era il (nobile) obiettivo perseguito dal legislatore nel 2003, non si può non rilevare come il mezzo creato per perseguirlo sia stato totalmente inadeguato e di conseguenza non apprezzato dagli operatori e dal mercato. Le ragioni per cui l'istituto ha avuto uno scarsissimo impiego nella prassi sono

¹⁶⁵ Cfr. FREGONARA, I titoli di debito, in “Start up e P.M.I. innovative”, opera diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, 2020, p. 780; FICO, Riflessioni sui titoli di debito emessi dalla s.r.l., in “le Società”, 2010, p. 144.

¹⁶⁶ Cfr. FICO, Riflessioni sui titoli di debito emessi dalla s.r.l., *cit.*, p. 144.

diverse¹⁶⁷; prima di affrontarle è però opportuno segnalare come la disciplina dei titoli di debito (ovverosia l'art. 2483 c.c. con i suoi quattro commi) sia il risultato di un tentativo conciliazione – e in un certo senso anche combinazione – tra due esigenze contrapposte, in quanto se, da un lato, le s.r.l. emittenti hanno interesse a reperire sul mercato risorse finanziarie replicando (grossomodo) il modello dell'obbligazione, dall'altro, non si possono trascurare la necessità di garantire un'adeguata protezione all'investitore e il fatto che la s.r.l. abbia un sistema di controllo molto più snello rispetto a quello della s.p.a.

L'art. 2483 c.c. non dà una definizione di “titoli di debito”. Questa nozione è però impiegata nella legislazione speciale all'articolo 1, comma 1-*bis* del decreto legislativo n. 58 del 1998 (“T.U.F.”); alla lettera “b”, infatti, la norma definisce come “valori mobiliari” (i quali, in virtù del disposto della sezione “c” dell'allegato al decreto, a loro volta rientrano all'interno della nozione di “strumenti finanziari”) – tra gli altri – “obbligazioni e altri titoli di debito”. Da questo intricato quadro si può ricavare, in via preliminare, che i titoli di debito appartengono ad un genere del quale le obbligazioni sono una specie¹⁶⁸.

¹⁶⁷ Cfr. NOTARI, *Analisi de iure condendo* delle varianti organizzative delle s.r.l. (start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive, in “Osservatorio del diritto civile e commerciale”, 2019, p. 260; BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni*, in “le Società”, 2013, p. 1317. Stando ai dati raccolti dall'8° Report italiano sui Minibond redatto dal Politecnico di Milano nel marzo del 2022 (e rinvenibile al sito: <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-minibond/>) “le imprese emittenti analizzate dal nostro Osservatorio, che dal 2012 al 2021 hanno collocato *minibond* sotto € 50 milioni, formano un campione di 832 società. Di queste il 66,8% sono Società per Azioni, il 31,0% [ossia 258] sono Società a responsabilità limitata, il 2,1% sono Società cooperative, lo 0,1% sono veicoli esteri di stabili organizzazioni in Italia. Le PMI in totale sono 520, ovvero il 62,5%. (...) Fino al 2013 si trattava di forme di finanziamento quasi esclusivamente utilizzate da imprese quotate, o comunque non “diffuse” fra le PMI”. Nel 2021 il Report precisa che le imprese che hanno emesso minibond sono state 200 di cui il 45% (ossia 90) aventi la forma giuridica della società a responsabilità limitata. Giova, al fine di fugare ogni possibile incomprensione, effettuare una precisazione terminologica: per “minibond” il report intende “titoli di debito emessi dalle imprese sul mercato mobiliare e sottoscritti soprattutto da investitori professionali e qualificati, che a fronte della raccolta di capitale (che viene poi rimborsato secondo modalità predefinite) offrono una remunerazione contrattualmente stabilita attraverso il pagamento di cedole. Tale tipologia di strumenti è ben nota a imprese e investitori (e anche al Codice Civile, che ne disciplina l'emissione negli articoli 2410-2420 per le S.p.A., e nell'articolo 2483 per le S.r.l.)”.

¹⁶⁸ Cfr. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni*, *cit.*, p. 1318; STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, in “Rivista delle Società”, 2005, p. 996.

Questa rappresenta la base di partenza per ricostruire il concetto utilizzato dalla norma codicistica. Il passo successivo implica l'individuazione dell'elemento comune tra questi titoli e le obbligazioni, in modo da scovare il tratto tipologico dell'istituto oggetto di analisi. Tanto secondo la dottrina che si è occupata del problema immediatamente dopo la riforma¹⁶⁹, quanto per gli interpreti che hanno analizzato la questione negli anni successivi¹⁷⁰, questo tratto comune andrebbe rinvenuto nella circostanza che si tratta di titoli di massa emessi *credendi causa*; ciò significa che i titoli di debito sono necessariamente rappresentativi di una frazione di un'operazione economica unitaria di finanziamento della società emittente.

In dottrina, inoltre, si è sostenuta la tesi della sostanziale atipicità dei titoli di debito: in virtù dell'ampia libertà riconosciuta dalla legge all'autonomia statutaria essi non sarebbero una mera trasposizione dell'obbligazione nel sistema della s.r.l., rappresentando quest'ultima solo una delle possibili applicazioni in concreto dello strumento *de quo*¹⁷¹. Tale conclusione parrebbe

¹⁶⁹ Cfr. STELLA RICHTER JR., I titoli di debito delle società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 996; CARRARO, Titoli di massa e nuovo diritto delle società, Padova, 2005, p. 105; LUONI, Commento all'art. 2483 c.c., in "Il nuovo diritto societario. Commentario", diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, II, Bologna, 2004, p. 1985; SPADA, L'emissione dei titoli di debito nella "nuova" società a responsabilità limitata, in "Rivista delle Società", 2003, p. 803 e ss.

¹⁷⁰ Cfr. FREGONARA, I titoli di debito, *cit.*, p. 781; DACCÒ, CIAN, La s.r.l.: la struttura finanziaria, in "Diritto commerciale, vol. III", a cura di M. Cian, G. Giappichelli, 2020, p. 710; BUSANI, Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni, *cit.*, p. 1318. Si rinvia a quest'ultimo Autore, e in particolare alla nota 10, p. 1318, del contributo, per una più analitica individuazione degli interpreti favorevoli a quest'impostazione.

¹⁷¹ Cfr. FIMMANÒ, Gli strumenti finanziari nella società a responsabilità limitata, in "Banca Borsa Titoli di Credito", 2005, p. 100 e ss. L'Autore afferma infatti che "tutto questo [il riferimento è al mancato rinvio alle norme in materia di obbligazioni previste per le società per azioni] non vuol dire che le s.r.l. non possono emettere obbligazioni, ma al contrario che il modello legale dell'obbligazione e la relativa organizzazione è soltanto una delle variegate ipotesi di valori mobiliari atipici che la società nell'ampia autonomia connessa al tipo, può utilizzare. (...) Dunque, la società a responsabilità limitata può emettere ogni strumento finanziario suscettibile di circolazione dal quale risulti un debito, ossia una promessa di restituzione di somme di denaro, rilasciato a fronte di un finanziamento fatto all'emittente che non rappresenti un conferimento" (così, anche, DEMURO, Alcune osservazioni sui titoli di debito nelle società a responsabilità limitata, in "Giustizia Civile", 2004, p. 520 e ss.). Per questo CAMPOBASSO, I titoli di debito, in "Le società a responsabilità limitata", a cura di C. Ibba, G. Marasà, Giuffrè, 2020, p. 1277 e ss., sostiene che "sul piano sistematico, la non completa sovrapposibilità di funzione fra obbligazioni e titoli di debito deve dunque indurre alla prudenza l'interprete, al fine di evitare acritiche ed indebite estensioni analogiche fra i due istituti".

essere suffragata dalla genericità intrinseca alla nozione di “titolo” impiegata dall’art. 2483 c.c.; da essa si può ricavare come l’operazione di finanziamento sottesa all’emissione dei titoli di debito “avvenga mediante l’emissione di un valore mobiliare sicuramente rappresentativo di un prestito, ma non tipizzato”¹⁷². In altri termini, la mancata definizione di che cosa siano i titoli di debito, potrebbe voler significare che il legislatore, al momento della redazione della norma, ha voluto indicare solamente la funzione e non anche la tipologia dei medesimi¹⁷³.

Ciò chiarito, in via di approssimazione, i titoli di debito possono essere definiti come titoli di massa “che incorporano un debito della società emessi in funzione della provvista di capitale di credito”¹⁷⁴; rappresentando un debito per la società ne deriva l’ovvia conseguenza che il titolare degli stessi avrà diritto ad ottenere la restituzione di quanto versato¹⁷⁵.

Dire che i titoli di debito sono titoli di massa è un’affermazione di non poco conto, e questo soprattutto se si tiene conto del fatto che l’assetto normativo anteriore alla riforma del 2003; il divieto di emissione di obbligazioni previsto per le s.r.l. era sostanzialmente concepito come un divieto di emettere strumenti di massa per raccogliere risorse a debito, ben potendo invece la società emettere titoli di credito di natura “individuale” al fine di realizzare un’operazione *lato sensu* creditizia (si pensi alla possibilità per la società di far fronte a determinate spese mediante lo strumento di pagamento della cambiale)¹⁷⁶. Si consideri inoltre, che mentre ora gli interpreti sembrano propensi ad ammettere una tale qualifica, soprattutto in passato non mancavano le voci discordanti; i fautori di questa tesi (ovvero quella che non concepiva i titoli di debito come titoli di massa) fondavano la loro ricostruzione sul fatto che nulla sembrerebbe escludere che l’autonomia statutaria possa congegnare l’emissione di un unico titolo di debito

¹⁷² Cfr. FIMMANÒ, Gli strumenti finanziari nella società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 101 e ss.

¹⁷³ Cfr. DEMURO, Alcune osservazioni sui titoli di debito nelle società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 520.

¹⁷⁴ Cfr. FREGONARA, I titoli di debito, *cit.*, p. 781.

¹⁷⁵ Cfr. CASALI, I titoli di debito nella società a responsabilità limitata, in “le Società”, 2005, p. 1489.

¹⁷⁶ Cfr. STELLA RICHTER JR., I titoli di debito delle società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 996 e ss.

privo del carattere di serialità. Ad oggi, nonostante tale teoria non sia stata totalmente abbandonata, sembra preferibile seguire la tesi che ritiene che i titoli di debito siano necessariamente titoli di massa¹⁷⁷.

Proprio per questa loro caratteristica, all'esito dell'operazione di emissione saranno collocati una pluralità di titoli¹⁷⁸. Vi è però un punto su cui si riscontra una divergenza di vedute in dottrina; questo attiene al se, al momento dell'emissione, i titoli debbano essere necessariamente sottoscritti da più investitori oppure se questa rappresenti una mera possibilità, ben potendo esservi un unico operatore che sottoscriva interamente l'emissione. La discussione è incardinata sul diverso significato attribuito dai sostenitori dell'una e dell'altra tesi al concetto di "titoli di massa".

Un primo filone dottrinale ritiene che, essendo i titoli di debito titoli di massa, non vi è alternativa al fatto che essi vengano sottoscritti da più investitori¹⁷⁹. La tesi fa leva su un argomento testuale ovvero il disposto dell'art. 2483 c.c., terzo comma, nel punto in cui prevede che la decisione di emissione *"può altresì prevedere che, previo consenso della maggioranza dei possessori dei titoli, la società possa modificare tali condizioni e modalità"*; dato che la norma parla testualmente di "maggioranze" ove non vi fosse una pluralità di

¹⁷⁷ Tra coloro che sostengono la tesi della necessaria qualificazione in termini di titoli di massa dei titoli di debito si segnalano: ALLECA, Titoli di debito e concordato, in "Giurisprudenza Commerciale", 2017, p. 1017; STELLA RICHTER JR., Commento all'art. 2483 c.c., in "Codice delle società", a cura di N. Abriani, ed. II, UTET Giuridica, 2016, aggiornamento a cura di Abriani, p. 2110; BUSANI, Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni, *cit.*, p. 1318; CARRARO, Titoli di massa e nuovo diritto delle società, *cit.*, p. 45, 103, 117, 125; FIMMANÒ, Gli strumenti finanziari nella società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 101. Ritengono, invece, che i titoli di debito siano solo eventualmente configurabili come titoli di massa: CAMPOBASSO, I titoli di debito, *cit.*, p. 1285 (per cui, dato che la collocazione sul mercato dei titoli di debito è solo eventuale "non è detto che ricorrano nel caso concreto le esigenze che giustificano l'emissione di una pluralità di titoli standardizzati"); DEMURO, Alcune osservazioni sui titoli di debito nelle società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 521; GIANNELLI, Le operazioni sul capitale nella società a responsabilità limitata, in "La nuova disciplina delle società a responsabilità limitata", a cura di V. Santoro, 2003, p. 277.

¹⁷⁸ Cfr. BUSANI, Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni, *cit.*, p. 1318. L'Autore qualifica i titoli di debito come "titoli di massa" in quanto essi possono essere emessi "in occasione di una operazione collettiva di finanziamento e quindi in modo che ogni emissione abbia a oggetto una pluralità di titoli, da collocare, (...) su una pluralità di successivi investitori".

¹⁷⁹ Cfr. FIMMANÒ, Gli strumenti finanziari nella società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 101.

sottoscrittori non sarebbero ipotizzabili assetti maggioritari e quindi si andrebbe a vanificare il contenuto della norma.

L'orientamento opposto sostiene invece la tesi per cui i titoli di debito non necessariamente devono essere sottoscritti da più investitori, ben potendo esservi anche un solo sottoscrittore¹⁸⁰. In questo secondo caso ciò che è ritenuto sufficiente per potersi parlare di titoli di massa è che siano emessi una pluralità di titoli astrattamente trasferibili.

Questa seconda tesi è quella che si deve preferire, anche perché l'argomento letterale su cui si fonda l'opposta ricostruzione sembra essere troppo debole per reggere la portata delle conseguenze che ne derivano. A ciò si aggiunga che il secondo orientamento ha il pregio di semplificare la raccolta di capitali da parte della s.r.l. emittente, motivo per cui tale soluzione pare essere maggiormente conforme alla *ratio* ispiratrice dell'istituto, in quanto la società potrà limitarsi ad individuare un solo intermediario disposto a sottoscrivere l'intero debito, il quale potrà poi trasferire i titoli sul mercato ad altri investitori. Non si deve infatti dimenticare che la sottoscrizione dei titoli di debito (su cui ci si soffermerà *infra*) è riservata dall'art. 2483 c.c., comma due, ai soli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale; ne consegue che, oltre ad essere maggiormente oneroso, potrebbe non essere semplice, a livello pratico, individuare (e coinvolgere) nell'operazione più soggetti aventi tali requisiti. Deve poi considerarsi un ulteriore argomento idoneo a superare il primo orientamento: attraverso l'emissione, infatti, vengono creati una pluralità di titoli, ciascuno dei quali rappresenta una frazione del debito; ecco che quindi, ove anche vi sia un unico sottoscrittore, costui sarà titolare non di un unico titolo per l'intero ammontare dell'emissione, bensì di tanti titoli individuabili rapportando il totale del debito con il "taglio" del titolo indicato al momento dell'emissione. Anche in

¹⁸⁰ Cfr. BUSANI, Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni, *cit.*, p. 1318 e ss.; GIANNELLI, Commento all'art. 2483 c.c., in "Società a responsabilità limitata", a cura di L. A. Bianchi, in "Commentario alla riforma delle società", diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, Egea, 2008, p. 1339.

questo caso, dunque, sarà possibile configurare delle “maggioranze”, rispettando (almeno formalmente) il dettato normativo¹⁸¹.

2. Gli elementi che caratterizzano la fattispecie

Definito in termini generali l’istituto, è ora necessario addentrarsi nell’analisi delle peculiarità della fattispecie.

In dottrina si è riflettuto sul se i titoli di debito debbano necessariamente essere incorporati in un titolo di credito oppure se questa rappresenti un’ipotesi meramente eventuale. La tesi che pare essere suffragata dalla dottrina maggioritaria è questa seconda¹⁸². Nonostante il ricorso alla tecnica cartolare sia l’ipotesi che con una maggior probabilità si verificherà nella prassi, non è possibile escludere a monte l’impiego di tecniche diverse; pare infatti essere consentita tanto l’emissione di titoli di debito nella forma dei “titoli impropri” ex art. 2002 c.c., così come anche l’emissione di documenti di legittimazione non destinati alla circolazione, in modo che il credito in essi incorporato circolerà secondo le regole proprie della cessione del credito¹⁸³. Sarà quindi ipotizzabile il frazionamento del credito in unità omogenee non documentate da titoli circolanti oppure mediante l’impiego di altri tipi di *cartule*, come, ad esempio, le polizze di credito commerciale¹⁸⁴. È inoltre legittimo che i titoli di debito non siano incorporati in alcun titolo; in questo caso essi circoleranno secondo le modalità previste dal Codice per la cessione del credito.

¹⁸¹ Queste conclusioni in materia di sottoscrizione dei titoli di debito devono ritenersi valide anche per quanto riguarda la sottoscrizione di strumenti finanziari, non fosse altro che la dottrina assolutamente prevalente, come si avrà modo di approfondire *infra*, ritiene che gli strumenti finanziari possano anche non essere titoli di massa; per questa ragione, dato che quindi può essere emesso un unico strumento finanziario, non ci sono ragioni che impediscano che l’intera emissione di strumenti finanziari (anche ove abbia ad oggetto più titoli) venga sottoscritta da un solo investitore.

¹⁸² Cfr. FREGONARA, Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle società a responsabilità limitata innovative “chiuse”, in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 2017, p. 600; STELLA RICHTER JR., Commento all’art. 2483 c.c., *cit.*, p. 2111; BUSANI, Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni, *cit.*, p. 1319; FIMMANÒ, Gli strumenti finanziari nella società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 110; SPADA, L’emissione dei titoli di debito nella “nuova” società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 805.

¹⁸³ Cfr. BUSANI, Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni, *cit.*, p. 1319.

¹⁸⁴ Cfr. FIMMANÒ, Gli strumenti finanziari nella società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 110.

Ove il titolo di debito venga incorporato in un titolo di credito esso sarà qualificabile come un titolo causale a letteralità incompleta: causale in quanto non crea una posizione giuridica nuova ma si limita a riprodurre (per la porzione documentata) il rapporto fondamentale, ossia quello di finanziamento¹⁸⁵; a letteralità incompleta in quanto menziona solo in parte il contenuto del rapporto cartolare che avrà quindi bisogno di essere integrato con ulteriori documenti, come la delibera di emissione e la clausola statutaria a monte¹⁸⁶. Quanto alla legge di circolazione, è pacifico in dottrina che essi possano seguire sia le regole dei titoli all'ordine che quelle dei titoli nominativi, mentre sarebbe preclusa una configurazione in termini di titoli al portatore¹⁸⁷. La ragione è legata alla volontà di “consentire, sulla base delle risultanze documentali del titolo, la identificazione del sottoscrittore chiamato *ex lege* a rispondere della solvenza dell'emittente”, circostanza che non sarebbe possibile nel caso dei titoli al portatore¹⁸⁸.

Queste considerazioni vanno tuttavia ripensate alla luce della delibera n. 1058 del 19 luglio 2005 del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (c.d. C.I.C.R.); l'art. 5, dopo aver previsto per gli strumenti finanziari di raccolta (tra i quali, ai sensi dell'art. 3, rientrano i titoli di debito) un taglio minimo unitario non inferiore ad euro cinquanta mila (50.000,00), ha disposto che “*l'identità del garante e l'ammontare della garanzia devono essere indicati sugli strumenti finanziari di raccolta e sui registri a essi relativi*”. A ben vedere parrebbe essere superata la principale causa ostativa all'ammissibilità dei titoli al portatore; ciò nonostante, è comunque preferibile seguire l'orientamento che richiede necessariamente la presenza di titoli a legittimazione nominale.

¹⁸⁵ Cfr. CIAN, Gli strumenti di mobilitazione della ricchezza. Principi fondamentali, in “Diritto commerciale, vol. I”, a cura di M. Cian, G. Giappichelli, 2020, p. 398.

¹⁸⁶ Cfr. CIAN, Gli strumenti di mobilitazione della ricchezza. Principi fondamentali, *cit.*, p. 398.

¹⁸⁷ Cfr. FREGONARA, Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle società a responsabilità limitata innovative “chiuse”, *cit.*, p. 600; STELLA RICHTER JR., Commento all'art. 2483 c.c., *cit.*, p. 2111; BUSANI, Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni, *cit.*, p. 1319; DEMURO, Alcune osservazioni sui titoli di debito nelle società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 522 e ss.; COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima I.J.2 - Titoli di debito al portatore, in “www.notaitriveneto.it”.

¹⁸⁸ Cfr. STELLA RICHTER JR., Commento all'art. 2483 c.c., *cit.*, p. 2111.

La natura cartolare del titolo di debito ha delle ricadute anche su un altro profilo, ovvero quello rappresentato dal *quantum* della garanzia esigibile; ci si interroga cioè sul se tale garanzia operi nei limiti di quanto ricevuto a fronte della cessione del titolo di debito ovvero per l'intero credito rappresentato dal titolo. Come si è accennato, il dubbio non può che essere sciolto valorizzando la natura cartolare del titolo, quindi il garante sarà chiamato a rispondere per l'intero credito rappresentato dal titolo e non limitatamente all'importo ricevuto dal girante per la cessione del titolo¹⁸⁹.

Quanto, invece, alla modifica delle condizioni del prestito, qualora l'atto costitutivo o la delibera di emissione non dispongano altrimenti sarà necessario il consenso unanime dei possessori dei titoli¹⁹⁰. Tale regola ha carattere dispositivo, ben potendo essere derogata, come enunciato dal terzo comma dell'art. 2483 c.c., prevedendo che si proceda a maggioranza. In dottrina si è però sostenuto che sarebbero in ogni caso rimesse all'unanimità dei possessori quelle modifiche riguardanti il diritto alla restituzione dell'apporto, i caratteri strutturali del titolo (come, ad esempio, la trasformazione del rapporto cartolare in un mutuo ordinario), la parità di trattamento tra i possessori¹⁹¹.

Il profilo che però più di ogni altro caratterizza la fattispecie dei titoli di debito (e probabilmente ne costituisce il *vulnus*) è rappresentato dal peculiare regime di sottoscrizione e circolazione ricavabile dal secondo comma dell'art. 2483 c.c., in virtù del quale i titoli di debito possono essere sottoscritti solamente da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale (è la c.d. riserva di sottoscrizione) e, in caso di successiva circolazione dei titoli di debito, il trasferente risponderà della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali o soci della società medesima. Come si è già avuto modo di accennare *supra* tale previsione rappresenta il compromesso tra l'esigenza di aprire la s.r.l. ai mercati finanziari e la necessità di tutelare

¹⁸⁹ Cfr. STELLA RICHTER JR., Commento all'art. 2483 c.c., *cit.*, p. 2114; BUSANI, Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni, *cit.*, p. 1324; CARRARO, Titoli di massa e nuovo diritto delle società, *cit.*, p. 115; LUONI, Commento all'art. 2483 c.c., *cit.*, p. 1996.

¹⁹⁰ Cfr. DACCÒ, CIAN, La s.r.l.: la struttura finanziaria, *cit.*, p. 711; BUSANI, Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni, *cit.*, p. 1325.

¹⁹¹ Cfr. BUSANI, Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni, *cit.*, p. 1325.

adeguatamente gli investitori vista la struttura più snella della s.r.l. rispetto a quella della s.p.a., facendo in modo che i primi sottoscrittori siano soggetti consapevoli dei rischi cui si espongono e allo stesso tempo abbiano una certa stabilità e consistenza patrimoniale al fine di assicurare l'effettività della garanzia in caso di cessione del titolo. Come viene sottolineato in dottrina il sottoscrittore ha un ruolo fondamentale in operazioni di questo tipo; infatti “mentre nella s.p.a. esiste un limite all'emissione dei prestiti e la garanzia del rispetto dei limiti è fornita, almeno sul piano formale, dall'attestazione dei sindaci, nella s.r.l. sarà compito dell'investitore professionale valutare il rispetto delle condizioni di emissione e le capacità dell'emittente di soddisfare le condizioni di rimborso del capitale e di pagamento della remunerazione, anche ai fini dell'eventuale responsabilità in caso di successivo trasferimento”¹⁹².

Il legislatore non detta specificamente la nozione di “investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale”, delegando agli interpreti la delimitazione del perimetro del concetto¹⁹³; oggi in dottrina si concorda nel ritenere che in questa categoria rientrino le banche, le società d'investimento mobiliare, le società di gestione del risparmio, le Sicav, le imprese di assicurazione, le finanziarie, le fondazioni bancarie, i fondi pensione, e, in generale gli enti sottoposti a vigilanza prudenziale quali intermediari autorizzati¹⁹⁴.

¹⁹² Cfr. FIMMANÒ, Gli strumenti finanziari nella società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 105.

¹⁹³ È questa un'attività che ha un ruolo tutt'altro che meramente definitorio, in quanto la precisazione di questa nozione assume una rilevanza cruciale se si considera che tali soggetti sono indispensabili per poter realizzare l'emissione.

¹⁹⁴ Cfr., *ex multis*, FREGONARA, I titoli di debito, *cit.*, p. 785; STELLA RICHTER JR., Commento all'art. 2483 c.c., *cit.*, p. 2113; BUSANI, Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni, *cit.*, p. 1321; LUONI, Commento all'art. 2483 c.c., *cit.*, p. 1994. Nella nozione di “investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale” il *focus* dell'attenzione va posto sulla sottoposizione a vigilanza prudenziale; ciò significa che questi operatori sono assoggettati ad un controllo di consistenza e stabilità patrimoniale, funzionale a garantire l'effettiva solvenza dell'emittente ove si realizzasse un trasferimento dei titoli di debito. Una specifica definizione di “vigilanza prudenziale” ci è fornita dal REGOLAMENTO DEI MERCATI ORGANIZZATI E GESTITI DA BORSA ITALIANA S.P.A. (deliberato dal consiglio di amministrazione del 22 luglio 2021 e approvato dalla CONSOB con delibera n. 22008 del 22 settembre 2021), 25 ottobre 2021, in “www.borsaitaliana.it”. L'art. 1.3, dedicato alle definizioni, afferma che tale locuzione “indica la vigilanza da parte di un'autorità pubblica o privata sul rispetto di regole, emanate dalla stessa autorità o comunque previste, in materia di adeguatezza patrimoniale, contenimento del

Quanto invece al secondo periodo del secondo comma dell'art. 2483 c.c. si pone il problema di delineare con precisione l'obbligo di garanzia facente capo al cedente. Se è chiaro perché questa garanzia non possa essere escussa dai soci e dagli altri investitori professionali, meno chiaro è se possa ammettersi un trasferimento della medesima ove la cessione del titolo di debito avvenga in favore di un soggetto con i medesimi requisiti del primo sottoscrittore. In dottrina si sono sviluppate diverse teorie: alcuni autori hanno sostenuto la tesi dell'intrasferibilità della garanzia, la quale rimarrebbe in ogni caso in capo al sottoscrittore; altri invece, sposando la soluzione opposta, hanno sostenuto che il trasferimento del titolo è in grado di determinare il trasferimento della garanzia nel caso in cui l'acquirente sia un investitore professionale¹⁹⁵. La soluzione che sembra doversi preferire è questa seconda, con una precisazione però: affinché si realizzi il passaggio della garanzia da un soggetto all'altro è necessario che il titolo venga ceduto ad un investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale, il quale sarà garante nei confronti sia del suo che dei successivi aventi causa¹⁹⁶. Questa ricostruzione pare essere l'unica in grado di coniugare al meglio le finalità di protezione degli investitori non professionali proprie della disciplina, con l'esigenza di garantire la più ampia diffusione possibile dell'istituto. Secondo questa lettura, il sottoscrittore che cedesse il titolo ad altro investitore soggetto a vigilanza prudenziale sarebbe sicuro di non assumersi alcuna responsabilità in caso di inadempimento dell'emittente, in quanto non andrebbe in alcun modo ad indebolire la qualità della garanzia prevista dall'art. 2483 c.c. Non sarebbe invece sufficiente un trasferimento ad un socio o ad un investitore professionale non soggetto a vigilanza prudenziale in quanto essi, pur non potendo attivare a loro favore la garanzia prevista dall'art. 2483 c.c., potrebbero a loro volta ritrasferire il titolo ad un investitore non qualificato (*i.e.*

rischio nelle sue diverse configurazioni, partecipazioni detenibili, organizzazione amministrativa e contabile, controlli interni e sulla verifica del rispetto di tali regole”.

¹⁹⁵ Per una più approfondita disamina delle posizioni in contesa e degli autori a sostegno dell'una e dell'altra tesi si rinvia a STELLA RICHTER JR., I titoli di debito delle società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 1005 e ss.

¹⁹⁶ Cfr. BUSANI, Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni, *cit.*, p. 1324; STELLA RICHTER JR., I titoli di debito delle società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 1005 e ss.

ad un soggetto che non né socio né investitore professionale) senza essere in grado però di offrire al medesimo un'adeguata garanzia, dato che non è scontato che essi siano dotati della consistenza patrimoniale richiesta dalla legge agli investitori soggetti a vigilanza prudenziale.

3. Segue. La tutela dell'investitore nel caso di insolvenza della società emittente e il diritto di conversione in quote

Nell'analisi della fattispecie dei titoli di debito meritano di essere esaminati separatamente due profili che sono accomunati dal fatto di non essere immediatamente ricavabili dall'art. 2483 c.c.; si tratta della garanzia di cui può beneficiare l'investitore in caso di insolvenza dell'emittente e del diritto di conversione (dei titoli di debito) in quote.

Quanto al primo aspetto, finora si è analizzata la garanzia che l'art. 2483 c.c. riconosce ai cessionari dei titoli di credito che non siano investitori professionali o soci; tuttavia, è necessario domandarsi se sia prevista una qualche tutela per i sottoscrittori dei titoli di debito e per i successivi acquirenti privi della garanzia legale (*i.e.* investitori professionali e soci) in caso di insolvenza della società emittente. La risposta è affermativa e trova il suo fondamento nell'art. 157 del Codice della Crisi e dell'Insolvenza (d'ora in avanti anche CCI), il quale prevede, al primo periodo, che *“i crediti derivanti da obbligazioni e da altri titoli di debito sono ammessi al passivo per il loro valore nominale, detratti i rimborsi già effettuati”*¹⁹⁷. Gli interpreti che hanno studiato la norma sostengono che la locuzione *“titoli di debito”* vada inteso in senso generale; l'art. 157 CCI si riferirebbe, cioè, a titoli che rappresentano un debito della società nei confronti di un determinato soggetto, il quale ha diritto a ricevere il rimborso della somma

¹⁹⁷ Il d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, ovvero il Codice della Crisi e dell'Insolvenza, è entrato in vigore il 15 luglio 2022 sostituendo nella regolamentazione delle situazioni di crisi ed insolvenza dell'impresa la Legge Fallimentare del 1942 (r.d. 16 marzo 1942, n. 267). L'art. 157 del CCI (rubricato *“Obbligazioni ed altri titoli di debito”*) non è però una norma dal contenuto innovativo, in quanto replica, negli stessi termini, il vecchio art. 58 L.F., motivo per il quale sono ancora valide le riflessioni svolte dagli interpreti seppur riferite al vecchio testo. La norma prosegue poi, al secondo periodo, prevedendo che *“se è previsto un premio da estrarre a sorte, il suo valore attualizzato viene distribuito tra tutti i titoli che hanno diritto al sorteggio”*.

erogata e ad ottenere il pagamento dei relativi interessi, motivo per cui nel campo di applicazione della norma rientrano anche i titoli disciplinati dall'art. 2483 c.c.¹⁹⁸ In ragione, dunque, della previsione contenuta nel CCI, in caso di insolvenza della società emittente, i titolari dei titoli di debito saranno legittimati a presentare istanza di insinuazione al passivo per il credito residuo, anche se soci o investitori professionali. È questa una diretta conseguenza della natura creditizia dell'operazione sottesa all'emissione dei titoli di debito¹⁹⁹.

Maggiori perplessità si pongono invece per il diritto di conversione in quote dei titoli di debito. Questa tematica, infatti, ha dato vita ad un dibattito dottrinale che ancor oggi non può dirsi definitivamente composto, nel quale si contrappongono due opposti orientamenti: mentre una prima tesi nega *tout court* l'ammissibilità di una simile configurazione, un'altra, invece, riconosce la possibilità di incorporare nei titoli di debito il diritto di conversione in quote.

L'orientamento negativo si è formato e consolidato negli anni immediatamente successivi alla riforma del 2003 ed ha rappresentato per lungo tempo l'orientamento maggiormente seguito in dottrina²⁰⁰. Le ragioni a sostegno di questo orientamento sono sostanzialmente due. In primo luogo, si sostiene che ove un titolo di debito riconoscesse all'investitore il diritto di conversione in quote vi sarebbe una violazione del divieto di offrire al pubblico le partecipazioni della s.r.l. posto dal primo comma dell'art. 2468 c.c.; se un tale meccanismo fosse ammesso il sottoscrittore ben potrebbe cedere sul mercato secondario i titoli ad altri investitori i quali, esercitando il diritto di conversione in quote, potrebbero diventare soci della società emittente. L'altra ragione ritenuta ostativa

¹⁹⁸ Cfr. SCHIERA, Commento all'art. 58 l. fall., in "La legge fallimentare", a cura di M. Ferro, ed. III, CEDAM, 2014, p. 774; DAL CLERO, Commento all'art. 58 l. fall., in "Codice del Fallimento", a cura di M. Bocchiola e A. Paluchowski, ed. VI, Giuffrè, 2013, p. 689; ABATE, BOSTICCO, Commento all'art. 58 l. fall., in "Commento alla Legge Fallimentare", in "OneLegale.WoltersKluwer.it", (aggiornamento a cura Perrino), p. 2.

¹⁹⁹ L'elemento che senza dubbio consente di avvallare la ricostruzione svolta è rappresentato dal riconoscimento ai titolari dei titoli di debito del diritto al rimborso.

²⁰⁰ Cfr. CASALI, I titoli di debito nella società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 1490; STELLA RICHTER JR., I titoli di debito delle società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 1001 e ss.; SPADA, L'emissione dei titoli di debito nella "nuova" società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 806. Per ulteriori autori a favore di questa tesi si veda la nota 61, p. 1001, del contributo di STELLA RICHTER JR.

all'ammissibilità dei titoli di debito convertibili è rappresentata dalla difficoltà di coordinare la disciplina dettata per i titoli di debito e quella dettata per l'aumento di capitale, la quale viene in considerazione essendo l'aumento di capitale a servizio della conversione. Inoltre, come si è avuto modo di approfondire, l'art. 2483 c.c. riserva la sottoscrizione dei titoli di debito ai soli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale mentre la disciplina dettata per l'aumento di capitale (art. 2481-*bis* c.c.) attribuisce ai soci il diritto di sottoscrizione in caso di aumento del capitale sociale. Se è vero che l'atto costitutivo potrebbe escludere un tale diritto, altrettanto vero è che in questo caso al socio dissenziente spetterebbe il diritto di recesso, con tutte le conseguenze derivanti dall'esercizio di tale diritto.

Con lo sviluppo del dibattito, quest'orientamento sembra poter essere oggetto di un ripensamento²⁰¹. Per superare la prima critica poc'anzi enunciata è possibile far leva sul fatto che il divieto di offrire partecipazioni al pubblico è caduto per tutte le s.r.l. PMI in virtù del disposto del comma cinque dell'articolo 26 del decreto legge 179/2012, il quale consente a tutte le piccole e medie imprese (in forma di s.r.l.) di offrire al pubblico le proprie quote di partecipazione. Ne consegue che per tutte queste società (ovvero la maggior parte delle s.r.l. presenti nel nostro sistema) verrebbe meno una delle cause ostative all'emissione di titoli convertibili²⁰². Per superare invece la seconda critica, in dottrina si è ammessa l'applicabilità in via analogica dell'art. 2441 c.c., comma sette, il quale prevede (per le s.p.a.) che il diritto d'opzione non si considera limitato ove le obbligazioni convertibili siano sottoscritte da investitori professionali (banche, enti o società

²⁰¹ Ammettono l'istituto dei titoli di debito convertibili: AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital* e la nuova s.r.l., in "Orizzonti del Diritto Commerciale", 2020, p. 407; FREGONARA, I titoli di debito, *cit.*, p. 797; CAMPOBASSO, I titoli di debito, *cit.*, p. 1316 e ss.; DACCÒ, CIAN, La s.r.l.: la struttura finanziaria, *cit.*, p. 711; LEMMI, La disciplina dei titoli di debito delle società a responsabilità limitata nel sistema italiano, in "Diritto e Processo", 2019, p. 203; LUONI, Commento all'art. 2483 c.c., *cit.*, p. 2002 e ss.; COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima I.J.3 - Convertibilità dei titoli di debito, in "www.notaitriveneto.it". Come si avrà modo di approfondire nel capitolo successivo, si tratta di una conclusione analoga a quella cui è giunta la dottrina per quanto riguarda gli strumenti finanziari emessi dalle start up e PMI innovative.

²⁰² Si segnala che seguendo quest'orientamento, ovviamente, potrebbero trovare applicazione anche ulteriori norme.

finanziarie soggetti al controllo della Commissione nazionale per le società e la borsa ovvero da altri soggetti autorizzati all'esercizio dell'attività di collocamento di strumenti finanziari) nel momento in cui sia previsto l'obbligo di offrirle agli azionisti della società²⁰³.

Una presa di posizione significativa circa l'ammissibilità dei titoli di debito convertibili proviene dal Consiglio Notarile del Triveneto, il quale ha dedicato uno specifico orientamento alla questione²⁰⁴; si è in particolare affermato che *“si ritiene legittimo che la società possa deliberare un aumento di capitale riservato ai titolari di titoli di debito e da liberarsi mediante “conversione” di detti titoli, cioè attraverso la compensazione del debito da finanziamento portato dai titoli, che vengono conseguentemente estinti, con il credito da sottoscrizione delle nuove quote emesse. Detto aumento è concettualmente un aumento in denaro e non in natura”*. I notai delle Tre Venezie, nella motivazione che correda l'orientamento, hanno precisato come *“tale operazione produce nella sostanza lo stesso effetto della conversione di un'obbligazione di società azionaria ma non può del tutto essere assimilata a un prestito obbligazionario convertibile. Caratteristica di un prestito obbligazionario convertibile è che si tratta di un'operazione unitaria, frutto di una sola delibera ancorché complessa (...) Nell'ipotesi dei titoli di debito (...) non sembra possibile incorporare nel titolo di credito il diritto alla sua conversione. Per poter attribuire ai portatori di titoli di debito il diritto alla loro “conversione”, o meglio il diritto di sottoscrivere un aumento di capitale ad un prezzo predeterminato con facoltà di estinguere l'obbligazione di versamento mediante compensazione con il credito portato dai titoli di debito, occorre una specifica delibera di aumento, concettualmente separata da quella di emissione dei titoli di debito, che comporti l'attribuzione di un diritto autonomo e non “cartolarizzato”. (...) La delibera che attribuisce ai portatori di titoli di debito*

²⁰³ Cfr. FREGONARA, I titoli di debito, *cit.*, p. 798.

²⁰⁴ Cfr. COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima I.J.3 - Convertibilità dei titoli di debito, *cit.* La massima prosegue poi affermando che *“trattandosi di aumento che non consente di rispettare il diritto di prima sottoscrizione dei soci, lo stesso potrà essere deliberato solo se lo statuto lo consente (art. 2481 bis, comma 1, secondo periodo, c.c.) o se consti il consenso unanime di tutti i soci”*.

il diritto di sottoscrivere un aumento di capitale dovrà prevedere che il conferimento avvenga in denaro con facoltà di compensazione con il credito portato dai titoli di debito, solo in tal modo si otterrà l'effetto di "convertire" i titoli in quote di partecipazione, cioè la loro estinzione definitiva e sostituzione con quote rappresentative del capitale"²⁰⁵.

4. Le possibili interferenze di disciplina tra titoli di debito e strumenti finanziari partecipativi

Da questa rapida esposizione dei punti salienti della disciplina dei titoli di debito si può notare come, differentemente dagli strumenti finanziari (regolati dall'ormai noto comma sette dell'articolo 26 del d.l. 179/2012), il legislatore, seppur dedicando ad essi solamente una norma (cioè l'art. 2483), ponga parecchi limiti all'operazione di finanziamento. Si assiste quindi ad un fenomeno che è quasi speculare rispetto a quello degli strumenti finanziari in cui lo spazio lasciato all'autonomia privata è molto ampio, quasi privo di limiti.

Nonostante queste differenze di carattere disciplinare, è evidente come i due strumenti non siano in totale contrapposizione tra loro, essendo entrambi volti a consentire ad una società a responsabilità limitata di reperire sul mercato risorse a supporto dell'attività d'impresa. Proprio in ragione di questa funzione che potremmo definire, almeno in senso lato, "comune", c'è da chiedersi se vi siano delle contaminazioni a livello di disciplina tra i due istituti. Il tema è particolarmente delicato perché, come si è avuto modo di approfondire nel paragrafo precedente, la disciplina dei titoli di debito è piuttosto articolata e pone stringenti limitazioni che, ove venissero estese anche agli strumenti finanziari partecipativi, sarebbero in grado di cambiare radicalmente i connotati dell'istituto.

²⁰⁵ Cfr. COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Motivazione all'orientamento "I.J. - SRL - TITOLI DI DEBITO", in "Orientamenti del comitato triveneto dei notai in materia di atti societari", Wolters Kluwer, 2021, p. 461 e ss.

In via preliminare è necessario chiedersi se le start up e le PMI innovative possano emettere titoli di debito. Il quesito va risolto (senza troppi dubbi) in senso positivo, in quanto non ci sono ragioni ostative, né di carattere normativo né di carattere logico, all'adozione da parte di una società a responsabilità limitata "innovativa" di questa tipologia di titoli²⁰⁶. Ne consegue che, a differenza delle s.r.l. non innovative, cui è preclusa l'adozione di strumenti finanziari, nelle società innovative questi due strumenti saranno entrambi astrattamente utilizzabili (in entrambi i casi è necessaria una previsione dell'atto costitutivo che consenta l'adozione dello strumento).

Ciò chiarito, per procedere ad una corretta analisi del fenomeno è necessario tenere a mente che gli strumenti finanziari possono essere di tipi diversi, quindi si deve distinguere a seconda delle fattispecie che vengono concretamente in considerazione. In base a quanto esposto nei capitoli precedenti è possibile catalogare gli strumenti finanziari in base a due parametri: quello della "partecipazione all'impresa", dal quale si trae la distinzione tra strumenti partecipativi e non partecipativi, e quello del "diritto al rimborso", in virtù del quale emergono la categoria degli strumenti finanziari privi del diritto al rimborso dell'apporto e quella degli strumenti finanziari cui tale diritto è riconosciuto.

Ai fini dell'analisi che ci si appresta a svolgere è preferibile tenere in considerazione il secondo criterio distintivo; la ragione è legata al fatto che, a livello strutturale, questo, più di ogni altro, rappresenta il profilo che connota e mette in relazione gli istituti oggetto del paragone (*i.e.* titoli di debito e strumenti finanziari). Se, infatti, gli strumenti finanziari sono muniti del diritto al rimborso dell'apporto, è evidente come l'operazione (nella sua matrice fondamentale) somigli all'istituto dei titoli di debito, in quanto, in entrambi i casi, è individuabile un'operazione di finanziamento in senso stretto (questo in ragione del diritto al rimborso della somma prestata)²⁰⁷. È quindi tutt'altro che improbabile che, a livello pratico, si realizzi una sovrapposizione tra i due istituti; in particolare, un

²⁰⁶ Cfr. FREGONARA, I titoli di debito, *cit.*, p. 781; ABRIANI, La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata, in "Rivista di Diritto Societario", 2019, p. 510.

²⁰⁷ In questo caso i due istituti hanno in comune un ulteriore profilo, ovvero l'iscrizione a bilancio tra le passività.

interprete consapevole delle rigidità della disciplina dei titoli di debito, ben potrebbe, al fine di sfuggire al regime di cui all'art. 2483 c.c., denominare un'emissione di titoli di debito come emissione di strumenti finanziari. In altri termini, per start up e PMI innovative si può ritenere concreto il pericolo che la disciplina dei titoli di debito venga elusa mediante la semplice attribuzione all'operazione del *nomen iuris* di "strumenti finanziari". Per questo motivo si ritiene opportuno lasciare da parte l'altro binomio (ovvero quello fondato sulla distinzione tra strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi), in quanto il rischio cui si andrebbe incontro sarebbe quello di giungere a soluzioni totalmente irrazionali ed inspiegabili a livello pratico²⁰⁸.

Risolto quest'altro aspetto preliminare, occorre ora affrontare il nocciolo della questione: le norme dettate dal legislatore con l'art. 2483 c.c. per i titoli di debito possono trovare applicazione anche nel caso in cui vengano emessi da una s.r.l. start up (o PMI) innovativa degli strumenti finanziari ai sensi dell'art. 26, d.l. 179/2012? E se sì, ci sono dei limiti? Per quanto si è avuto modo di argomentare finora, la risposta è, in un certo senso, ovvia e non può che valorizzare la distinzione su cui ci si è soffermati nelle righe precedenti.

²⁰⁸ Va però segnalato come in dottrina vi siano Autori che valorizzano questa distinzione, prendendo come parametro discrezionale il primo tra i due elencati (cfr. AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital* e la nuova s.r.l., *cit.*, p. 411 e ss.). Questa tesi però non convince e si crede non debba essere seguita; ove fosse ritenuta valida si giungerebbe ad un risultato ai limiti del paradossale. Si pensi a quest'ipotesi esemplificativa. La start up innovativa Alfa s.r.l. emette strumenti finanziari per un milione riconoscendo all'investitore il diritto al rimborso dell'apporto e un diritto amministrativo di carattere partecipativo. La start up innovativa Beta s.r.l., invece, emette strumenti finanziari per cinque milioni limitandosi ad attribuire al finanziatore il diritto al rimborso dell'apporto. Infine, la start up innovativa Gamma s.r.l. emette strumenti finanziari per tre milioni di euro riconoscendo diritti sia patrimoniali che amministrativi di carattere partecipativo ma senza il diritto al rimborso dell'apporto. Se seguissimo la tesi che è stata menzionata (e che qui si intende contestare *in toto*) il primo ed il terzo caso dovrebbero essere assoggettati alla medesima disciplina, mentre il secondo sarebbe una fattispecie diversa dal primo nonostante entrambi attribuiscono il diritto al rimborso dell'apporto. Una tale conseguenza si crede non possa essere tollerata, in quanto, ragionando in termini di influenze della disciplina dei titoli di debito su quella relativa agli strumenti finanziari, non si possono trattare diversamente fattispecie che hanno in comune quello che rappresenta il *proprium*, l'essenza, dei titoli di debito, ovvero il diritto alla restituzione dell'apporto. In altri termini, sarebbe troppo facile cercare di sfuggire alla questione, che qui si intende affrontare, semplicemente mediante l'attribuzione di un diritto partecipativo di tipo amministrativo; la severità della disciplina legislativa in materia di titoli di debito impone una soluzione differente, che consenta di reprimere potenziali fattispecie elusive. Sembra prediligere l'impostazione che valorizza la distinzione fondata sul diritto al rimborso anche ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, *cit.*, p. 511.

Quanto agli strumenti finanziari privi del diritto al rimborso dell'apporto, giova ricordare come essi determinino un consolidamento patrimoniale per la società emittente dato che l'apporto confluirà in un'apposita riserva di patrimonio netto; l'operazione, dunque, non farà sorgere un debito per l'emittente, motivo per cui si tratta di una fattispecie strutturalmente differente da quella disciplinata dall'art. 2483 c.c. Ne consegue, quasi in modo automatico, che la disciplina dettata per i titoli di debito in queste ipotesi non troverà applicazione²⁰⁹.

La soluzione è, invece, diversa nel caso in cui gli strumenti finanziari siano muniti del diritto al rimborso dell'apporto. Gli interpreti ritengono che in queste ipotesi vi sia una sostanziale sovrapposibilità con la fattispecie dei titoli di debito, in quanto è evidente come la società emittente contragga – di fatto – un debito con l'investitore; ne consegue che in questi casi l'emissione soggiacerà alla disciplina dettata dall'art. 2483 c.c., replicandone – nella sostanza – la struttura²¹⁰. Questa soluzione sembra essere corroborata anche da un argomento di carattere logico rinvenibile all'interno della disciplina delle società per azioni, ovvero l'art. 2411 c.c., comma tre. Con questa norma il legislatore prevede che la disciplina delle obbligazioni si applichi anche *“agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società”*; dato che il legislatore in siffatte ipotesi, con una norma di chiusura del sistema, dispone l'applicazione della disciplina delle obbligazioni agli strumenti finanziari che attribuiscono un diritto *“condizionato”* al rimborso dell'apporto, pare ragionevole anche nelle s.r.l.

²⁰⁹ Cfr. FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, in *“Orizzonti del Diritto Commerciale”*, 2021, p. 242 e ss.; ABRIANI, La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 511; MALTONI, SPADA, L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata, in *“Rivista del Notariato”*, 2013, p. 1130.

²¹⁰ Cfr. FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, 2021, p. 242 e ss.; ABRIANI, La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 511; COSSU, Le start up innovative in forma di società a responsabilità limitata. Profili privatistici, in *“Società, Banche e Crisi d'Impresa”*, diretto da M. Campobasso – V. Cariello – V. Di Cataldo – F. Guerrera – A. Sciarrone Alibrandi, UTET Giuridica, 2014, p. 1722; MALTONI, SPADA, L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 1130.

innovative estendere la disciplina dell'art. 2483 c.c. anche agli strumenti finanziari c.d. di "debito".

Nonostante sia opportuno riconoscere alla disciplina dettata per i titoli di debito una portata più ampia di quella ricavabile dal testo di legge, non si può giungere fino al punto di ritenere i due istituti totalmente sovrapponibili, essendo riscontrabili delle differenze in ordine alla riconoscibilità all'investitore di diritti di stampo partecipativo. È, infatti, maggioritario in dottrina l'orientamento che non consente di incorporare nei titoli di debito diritti di carattere partecipativo, facoltà che invece è espressamente riconosciuta dalla legge per gli strumenti finanziari²¹¹. Tale conclusione si fonda sul silenzio dell'art. 2483 c.c.; esso andrebbe inteso come un'implicita volontà del legislatore di distinguere la fattispecie da quella degli strumenti finanziari²¹². È possibile però aggiungere una precisazione: se è corretto in astratto mantenere distinti i due istituti, in concreto questa distinzione diventa molto labile (se non addirittura svanisce) ove non venga attribuito alcun diritto partecipativo (con ciò intendendosi quei diritti che derivano dalla partecipazione al capitale sociale e che quindi sono riconosciuti ai soci) al momento dell'emissione degli strumenti finanziari.

Si è visto poi, al paragrafo precedente, che i titolari dei titoli di debito sono legittimati ad insinuarsi al passivo in caso di insolvenza della società emittente; una tale prerogativa, secondo la dottrina, non è però riconoscibile automaticamente ai titolari degli strumenti finanziari, essendo necessaria una distinzione che impieghi il consueto criterio di riparto²¹³: ove gli strumenti finanziari siano classificabili come strumenti di debito (e quindi attribuiscono il diritto al rimborso dell'apporto) l'investitore avrà diritto di insinuarsi al passivo

²¹¹ Cfr. CAMPOBASSO, I titoli di debito, *cit.*, p. 1281 e ss.; ABRIANI, La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 511; BUSANI, Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni, *cit.*, p. 1320; DEMURO, Alcune osservazioni sui titoli di debito nelle società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 521.

²¹² Cfr. DEMURO, Alcune osservazioni sui titoli di debito nelle società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 521.

²¹³ Cfr. GERBINI, Gli strumenti di finanziamento ibrido nel fallimento della s.p.a. emittente, nota a Tribunale di Bologna, 01/10/2020, in "il Fallimentarista", 10 marzo 2021, p. 3 e ss.; SCHIERA, Commento all'art. 58 l. fall., *cit.*, p. 774; DAL CLERO, Commento all'art. 58 l. fall., *cit.*, p. 689; ABATE, BOSTICCO, Commento all'art. 58 l. fall., *cit.*, p. 2.

dell'emittente *ex art. 157 CCI*²¹⁴; nel caso in cui, invece, gli strumenti finanziari siano di quasi-*equity*, l'investitore condividerà il rischio d'impresa con i soci e quindi non potrà beneficiare della norma *de qua*²¹⁵. Il ragionamento che rende condivisibile questa ricostruzione è analogo a quello svolto in materia di esposizione alle perdite della riserva SFP: così come non è possibile che essa venga erosa dalle perdite dopo il capitale sociale (o venga addirittura escluso che le perdite possano decurtarne l'ammontare), allo stesso tempo non è possibile configurare un investimento in termini di quasi capitale e poi esigere, in caso di insolvenza, di essere trattato alla stregua di un creditore sociale²¹⁶.

La questione è stata affrontata anche dalla giurisprudenza di merito: il Tribunale di Bologna, nella prima (e al momento unica) pronuncia che si è occupata della sorte degli strumenti finanziari partecipativi in caso di fallimento della società emittente, è giunto alle medesime conclusioni della dottrina, ritenendo dirimente, ai fini dell'ammissibilità dell'insinuazione al passivo, la presenza (e la prova da parte dell'investitore) del diritto alla restituzione dell'apporto, il quale, tra l'altro, dev'essere espressamente riconosciuto dal regolamento di emissione²¹⁷.

²¹⁴ È questa una conclusione cui si è giunti in via interpretativa cercando di valorizzare la presenza del diritto al rimborso dell'apporto: dato che nei casi in cui esso è presente l'apporto viene iscritto tra i debiti della società sembra corretto riconoscere all'investitore il diritto ad insinuarsi al passivo dell'emittente (di fatto in questo caso il titolare degli strumenti finanziari è un creditore della società analogamente al titolare dei titoli di debito).

²¹⁵ Come affermato da SCHIERA, Commento all'art. 58 l. fall., *cit.*, p. 774, "si tratta, quindi, di titoli emessi a fronte di attribuzioni in conto patrimonio, in quanto tali definitive, ai quali sono connessi determinati diritti patrimoniali e/o amministrativi. Stante la definitività dell'attribuzione, sembrerebbe doversi escludere l'applicabilità della disciplina posta dall'art. 58 l.f."

²¹⁶ Vanno condivise le riflessioni svolte da MIGNONE, Strumenti finanziari partecipativi del genere "mezzanino": se sei riserva, non puoi fare il capita...le., nota a Tribunale di Napoli Sez. spec. Impresa, 24 febbraio 2016, in "Banca Borsa Titoli di Credito", 2017, p. 495, il quale, seppur relativamente al tema della riserva SFP, ha affermato che "se uno strumento viene emesso nella forma del quasi-capitale ed inserito contabilmente nel netto, non vale sostenere che "in fondo" è pur sempre rappresentativo di un credito in senso stretto (...). Una volta convertito il credito in strumento di quasi-capitale, se ne subiscono le conseguenze giuridiche: così è il diritto".

²¹⁷ Cfr. Tribunale sez. IV - Bologna, 01/10/2020, in "DeJure". Il caso riguardava l'opposizione al progetto di stato passivo proposta da una società che era titolare di strumenti finanziari emessi da un altro ente che era poi fallito; il Tribunale ha però confermato il provvedimento di rigetto adottato dal giudice delegato essendo l'investimento qualificabile in termini di quasi capitale.

È però necessaria una precisazione: mentre per le PMI innovative vale quanto detto finora, non si può dire altrettanto per le start up innovative, le quali, ai sensi dell'art. 65 CCI, sono assoggettate esclusivamente alle procedure di composizione della crisi da sovraindebitamento²¹⁸; dato però che tra queste, all'art. 268 CCI, è prevista una procedura denominata “liquidazione controllata” (la cui fisionomia in parte ricalca quella della liquidazione giudiziale, essendo prevista la creazione di una massa separata attiva da destinare ai creditori sociali)²¹⁹, deve ritenersi che le considerazioni svolte sull'ammissione al passivo degli strumentisti possano essere estese anche alle start up innovative²²⁰.

Ricapitolando, per quanto riguarda le possibili interferenze tra le due discipline, possono verificarsi tre situazioni:

1. nel caso in cui gli strumenti finanziari siano privi del diritto al rimborso dell'apporto il problema non si pone, in quanto la fattispecie sarà regolata esclusivamente dalle norme previste per gli strumenti finanziari, quindi non vi sarà la necessità di rispettare i limiti ricavabili dall'art. 2483 c.c.;
2. nel caso in cui gli strumenti finanziari riconoscano all'investitore il diritto al rimborso dell'apporto unitamente ad un diritto partecipativo, alla fattispecie si applicherà la disciplina (e quindi dovrà rispettare i limiti) dei titoli di debito, ma i due istituti rimangono concettualmente distinti²²¹;
3. nel caso in cui gli strumenti finanziari riconoscano all'investitore unicamente il diritto al rimborso dell'apporto, vi sarà, oltre che un'omogeneità di disciplina, anche un'omogeneità di fattispecie, al punto che può lecitamente porsi il dubbio sul se sia opportuno continuare a

²¹⁸ Così, seppur con riferimento alla disciplina anteriore al CCI (ovvero la l. 27 gennaio 2012, n. 3), NARDECCHIA, *Profili di diritto fallimentare*, in “Start up e P.M.I. innovative”, opera diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Bologna, 2020, p. 963.

²¹⁹ Cfr. CESARE, *Sovraindebitamento: Liquidazione del patrimonio*, in “ilFallimentarista”, 19 maggio 2020, p. 1.

²²⁰ Potranno, quindi, partecipare alla ripartizione dell'attivo unicamente i titolari di strumenti finanziari di debito.

²²¹ Questa conclusione discende dal fatto che la distinzione fondata sul carattere partecipativo o meno degli strumenti finanziari ha natura meramente descrittiva, non derivando da essa alcuna differenza in termini di disciplina; infatti, la disciplina applicabile alla fattispecie dipende unicamente dalla qualificazione degli strumenti finanziari in termini di quasi-capitale o di debito (e quindi – principalmente – dalla presenza o meno del diritto al rimborso dell'apporto).

parlare di strumenti finanziari o se sia preferibile riferirsi ad essi genericamente come titoli di debito, considerato che le due fattispecie si sovrappongono tanto a livello di struttura che a livello di disciplina.

Viene così confermata la validità del criterio assunto in principio per individuare i casi in cui la disciplina dei titoli di debito sia applicabile anche agli strumenti finanziari, ovvero quello fondato sulla sussistenza o meno del diritto al rimborso dell'apporto; lo spazio per il criterio fondato sul riconoscimento (o meno) di diritti di tipo partecipativo ha carattere solamente residuale e secondario: prima si deve effettuare una distinzione per comprendere la natura dell'investimento (in modo da sciogliere l'alternativa tra *equity* e *debt*), e solo poi, ove l'emissione contempli il diritto al rimborso, si potrà impiegare questo secondo criterio (il quale avrà però un'utilità molto limitata, consentendo solamente di distinguere se la fattispecie rappresenta una vera e propria emissione di strumenti finanziari oppure no).

5. I vantaggi della disciplina degli strumenti finanziari partecipativi rispetto alla disciplina dei titoli di debito

A conclusione di quest'analisi comparatistica tra i due istituti si ritiene opportuno procedere all'individuazione di quelli che rappresentano i vantaggi che la disciplina degli strumenti finanziari è in grado di offrire rispetto a quanto previsto dalla legge per i titoli di debito, in modo da far emergere con chiarezza i punti di forza dell'istituto introdotto con il d.l. 179/2012. Così si sarà in grado di comprendere se, ed eventualmente in che misura, gli strumenti finanziari siano in grado di superare le rigidità di disciplina che hanno determinato lo scarso successo dell'istituto regolato dall'art. 2483 c.c., in modo da agevolare lo sfruttamento di nuove fonti di finanziamento.

Nell'analisi che si andrà a svolgere si deve comunque tener presente che la fattispecie "strumenti finanziari" non può essere considerata unitariamente, come un unico blocco concettuale, in quanto (come si è avuto modo di chiarire

supra) gli strumenti finanziari muniti del diritto al rimborso dell'apporto sono, a livello di disciplina, attratti nell'orbita dei titoli di debito.

Ne consegue che la vera e propria contrapposizione concettuale non è tra gli strumenti finanziari *tout court* e i titoli di debito, bensì tra questi secondi e gli strumenti finanziari privi del diritto al rimborso dell'apporto.

Il primo, e forse più immediato, vantaggio competitivo che offre la disciplina degli strumenti finanziari privi del diritto al rimborso dell'apporto è rappresentato dal fatto che essi consentono alla società emittente di finanziarsi senza però incrementare il livello di indebitamento²²². Come si è approfondito nel capitolo precedente, un'operazione così congegnata permette di iscrivere una nuova posta di patrimonio netto, non rappresentando l'apporto (in termini contabili prima ancora che giuridici) una passività; ne consegue che la società potrà ottenere risorse a sostegno del *business* senza che a ciò consegua un appesantimento della sua situazione finanziaria e patrimoniale²²³. Viceversa, ove la società emettesse titoli di debito (o anche strumenti finanziari muniti del diritto al rimborso dell'apporto) si realizzerebbe un'operazione di finanziamento in senso stretto idonea a determinare un aumento delle passività: nonostante l'incremento dell'indebitamento non vada di per sé inteso in senso negativo, non si può trascurare come tale scelta abbia delle ripercussioni sulla tensione finanziaria della società.

La maggior flessibilità degli strumenti finanziari emerge anche in ordine alla natura delle entità apportabili in società. Un segnale di ciò lo si può rinvenire *in primis* nella formulazione dell'art. 26, comma sette, del d.l. 179/2012 il quale, parlando di apporto "*anche di opera o servizi*", consente (secondo la dottrina che ha affrontato la questione) di apportare "ogni entità suscettibile di una valutazione economica che possa essere utile alla società"²²⁴. Ne consegue che,

²²² Per la letteratura a sostegno di questa ricostruzione ci si permette di rinviare allo specifico paragrafo del secondo capitolo dedicato all'argomento.

²²³ Il vantaggio in questo caso è in realtà duplice: non solo la società non iscriverà a bilancio un debito ma questa eviterà anche i costi derivanti dalla periodica corresponsione di interessi passivi.

²²⁴ Cfr. FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, 2021, p. 230. Nello stesso senso anche ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, in "Start up e P.M.I. innovative", opera diretta da O. Cagnasso

oltre al denaro, potranno essere apportati anche servizi, prestazioni d'opera o professionali, crediti e beni. Non così invece per i titoli di debito che, analogamente alle obbligazioni, sono pensati per raccogliere esclusivamente denaro, risorsa che per propria natura è più di ogni altra idonea ad essere restituita²²⁵. Una conferma di tale ricostruzione la si può indirettamente ricavare dalle norme che regolano la circolazione dei titoli di debito e in particolare dalla delibera 1058/2005 del C.I.C.R. che, come si è già avuto modo di ricordare, prevede che i titoli di debito siano emessi con un taglio minimo di cinquantamila euro. Tale previsione si ritiene che sia applicabile agli strumenti finanziari unicamente nel caso in cui sia stato pattuito il diritto al rimborso dell'apporto, rimanendo estranei invece dall'ambito di applicazione della delibera gli strumenti finanziari che non riconoscano ai sottoscrittori una tale prerogativa²²⁶. A rigor di logica, questa soluzione è giustificata, oltre che dalla volontà del legislatore di favorire l'impiego e la diffusione dell'istituto, anche dalla necessità di adattare lo strumento alla raccolta di entità diverse dal denaro²²⁷.

Nel dare una definizione ai titoli di debito nel primo paragrafo del capitolo, si è affermato, così come sostenuto dall'orientamento che in dottrina può essere considerato maggioritario, che essi sono titoli di massa che possono essere incorporati in titoli di credito. La questione merita di essere scomposta in modo da trattare separatamente i due profili.

e A. Mambriani, Zanichelli, 2020, p. 809; GINEVRA, Gli strumenti finanziari diversi da azioni e obbligazioni, in "Diritto commerciale, vol. III", a cura di M. Cian, G. Giappichelli, Torino, 2020, p. 386; GUIZZARDI, L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l., in "Giurisprudenza Commerciale", 2016, p. 575 e ss.

²²⁵ Cfr. FESTA FERRANTE, Gli strumenti finanziari partecipativi, in "Rivista del Notariato", 2008, p. 1257.

²²⁶ Cfr. ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, in "Start up e P.M.I. innovative", *cit.*, p. 826; INNOCENTI, Gli strumenti finanziari partecipativi, Edizioni Scientifiche Italiane, 2017.

²²⁷ È in ogni caso opportuno precisare che l'apporto di entità diverse dal denaro ha un impatto minore nell'ecosistema delle società a responsabilità limitata rispetto a quello registrabile nelle società per azioni: mentre l'art. 2342 c.c., comma quinto, non ammette il conferimento d'opera o servizi nelle s.p.a. (al fine di salvaguardare l'effettività e l'integrità del capitale sociale), nelle s.r.l. il legislatore consente, *ex art.* 2464 c.c., il conferimento di ogni entità suscettibile di valutazione economica, e quindi anche di opera o servizi (in questo senso, *ex multis*, DACCÒ, CIAN, La s.r.l.: la struttura finanziaria, *cit.*, p. 684).

Il primo quesito che ci si deve porre è se gli strumenti finanziari siano in ogni caso titoli di massa; la risposta a tale domanda, conformemente all'orientamento dottrinale prevalente, è negativa²²⁸. Ciò sta a significare che essi “non sono necessariamente emessi nell'ambito di un'operazione di massa e seriale, frazionata in posizioni giuridiche partecipative omogenee e standardizzate, diretta al finanziamento collettivo della società, potendosi avere anche strumenti finanziari individuali”²²⁹; da ciò deriva che potrebbe essere emesso anche un solo strumento finanziario. Questa ricostruzione è coerente se si pensa ai casi in cui vengano apportati beni in natura oppure prestazioni d'opera o servizi: in ipotesi di questo genere imporre l'emissione di una pluralità di titoli sarebbe illogico, in quanto l'operazione si realizza a fronte di un apporto che è per definizione non frazionabile. Ciò non toglie però che nei casi in cui l'operazione sia finalizzata alla raccolta di denaro si procederà all'emissione di una pluralità di titoli (analogamente a quanto accade per i titoli di debito)²³⁰.

Quanto invece al profilo attinente all'incorporazione degli strumenti finanziari in titoli di credito, in dottrina prevale la medesima soluzione cui si è giunti per i titoli di debito; la cartolarizzazione degli strumenti finanziari è cioè una previsione meramente facoltativa, rimessa alla libera scelta della società

²²⁸ Cfr. SPOLAORE, Finanziamento “privato” e strumenti finanziari “partecipativi”, in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 2018, p. 288 e ss.; MIGNONE, Commento all'art. 2346 c.c., in “Codice delle società”, a cura di N. Abriani, ed. II, UTET Giuridica, 2016, p. 656; SORCI, Contributo alla ricostruzione della fattispecie “strumento finanziario partecipativo” (uno, nessuno o centomila?), in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 2009, p. 424; NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., in “Azioni”, a cura di M. Notari, in “Commentario alla riforma delle società”, diretto da P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, Egea, 2008, p. 68 e ss.; FESTA FERRANTE, Gli strumenti finanziari partecipativi, *cit.*, p. 1257. Ritengono invece che gli strumenti finanziari siano necessariamente titoli di massa: CIAN, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice, Giuffrè, Milano, 2006, p. 10 e ss.; FERRI JR., Fattispecie societaria e strumenti finanziari, in “Rivista di Diritto Commerciale”, 2003, p. 819;

²²⁹ Così FESTA FERRANTE, Gli strumenti finanziari partecipativi, *cit.*, p. 1257.

²³⁰ Si prendano ad esempio, nonostante non riguardino società innovative, i seguenti regolamenti di emissione: REGOLAMENTO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI DIGITAL MAGICS S.p.A. 2020, in “<https://www.digitalmagics.com/wp-content/uploads/2014/10/Regolamento-di-Emissione-SFP-DM-2020.pdf>”; H-FARM S.P.A., Documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate, Operazione di Sottoscrizione di Strumenti Finanziari Partecipativi, in “https://d2sj0xby2hzqoy.cloudfront.net/hfarm_corporate/attachments/data/000/001/885/original/2019.12.18_Documento_informativo_Operazioni_di_Maggiore_Rilevanza_PartCorrelate_v5def_compressed.pdf”, 18 dicembre 2019.

emittente e degli investitori²³¹. Gli interpreti sono giunti ad una tale conclusione con riferimento agli strumenti finanziari *ex art. 2346 c.c.*, in quanto tale norma consente di limitare (o addirittura escludere) la circolazione degli strumenti, ma si ritiene in ogni caso che il ragionamento possa essere esteso anche a start up e PMI innovative²³². Ciò non determina l'automatica conseguenza che ove non incorporati in un titolo di debito gli strumenti finanziari non possano circolare; la circolazione potrà infatti ugualmente realizzarsi secondo le regole dettate dal Codice civile sulla cessione del contratto (art. 1406 e ss.). A ciò si aggiunga che ove vengano ugualmente rilasciati certificati rappresentativi dello strumento finanziario essi potranno assolvere alla funzione di documenti di legittimazione *ex art. 2002 c.c.*, consentendo l'identificazione degli aventi diritto alla prestazione²³³.

Ne consegue che l'emissione di strumenti finanziari potrà configurarsi secondo tre differenti modalità: titoli di massa incorporati in titoli di credito (in questo caso si dovrà specificare la legge di circolazione nel regolamento di emissione), titoli di massa non incorporati in titoli di credito (ove ricorra quest'ipotesi il regolamento di emissione dovrà chiarire se è possibile la cessione dei titoli ed in che modo essa deve avvenire) e, infine, emissione di un unico titolo non incorporato in alcun titolo di credito (considerati i casi in cui esso

²³¹ Cfr. Cfr. SPOLAORE, Finanziamento "privato" e strumenti finanziari "partecipativi", *cit.*, p. 289; MIGNONE, Commento all'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 656 e ss.; BARTOLACELLI, La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi, Giuffrè, Milano, 2012, p. 69; SORCI, Contributo alla ricostruzione della fattispecie "strumento finanziario partecipativo" (uno, nessuno o centomila?), *cit.*, p. 424; NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 65; FESTA FERRANTE, Gli strumenti finanziari partecipativi, *cit.*, p. 1257. Come evidenziato a nota 61 da SPOLAORE (contributo citato) la rimessione all'autonomia privata della scelta sul se incorporare o meno lo strumento finanziario in un titolo di credito non è isolata nel panorama europeo, essendo prevista una soluzione analoga anche nell'ordinamento tedesco.

²³² Tale conclusione è ricavata valorizzando il secondo periodo del sesto comma dell'art. 2346 c.c., il quale prevede che "*in tal caso [ovvero ove vengano emessi strumenti finanziari] lo statuto ne disciplina, se ammessa, la legge di circolazione*". Se ne ricava che lo statuto ben potrebbe escludere la circolazione degli strumenti e da ciò si trae la conseguenza che non è necessario incorporare gli strumenti finanziari in titoli di credito. Un esempio di clausola che espressamente esclude la consistenza di "titoli di credito" per gli strumenti finanziari partecipativi emessi da una s.p.a. è individuabile all'art. 1.3 del REGOLAMENTO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI DIGITAL MAGICS S.p.A. 2020, *cit.*, p. 1.

²³³ Cfr. NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 65; FESTA FERRANTE, Gli strumenti finanziari partecipativi, *cit.*, p. 1257.

troverà applicazione – ovvero *work for equity* o apporto di beni in natura – è quasi naturale che non sia ammessa la circolazione del titolo).

L'aspetto che però più di ogni altro distingue (e in un certo senso connota) le fattispecie messe a paragone è senza dubbio rappresentato dalla presenza nella disciplina dei titoli di debito di una riserva di sottoscrizione, con annessa garanzia della solvenza della società in caso di successiva circolazione del titolo, cui si contrappone invece l'assenza di un tale regime per gli strumenti finanziari. Non vi è infatti dubbio che uno dei fattori che più di ogni altro ha frenato la diffusione dell'istituto regolato dall'art. 2483 c.c. sia stato proprio questo; la previsione di un regime così rigoroso è in un certo senso quasi paradossale: se l'istituto, nel pensiero originario del legislatore, è stato introdotto con l'obiettivo di creare un canale di finanziamento diverso da quello bancario, allo stesso tempo però si è andata a riservare la sottoscrizione dei titoli ad una ristretta cerchia di soggetti all'interno della quale rientrano le banche (*sic!*). Sotto quest'aspetto senza dubbio l'istituto degli strumenti finanziari rappresenta una novità salutata con favore dagli interpreti, in quanto si prefigge realmente l'obiettivo di superare la dipendenza delle piccole e medie imprese (seppur innovative) dal credito bancario.

L'art. 26, comma sette, si limita per questo a prevedere generalmente che gli strumenti finanziari possano essere sottoscritti tanto da soci che da terzi generalmente intesi i quali, analogamente ai sottoscrittori di titoli di debito, non assumeranno la qualifica di socio. Questa soluzione non è però valida per tutte le emissioni, essendo necessario procedere ad un distinguo fondato, ancora una volta sulla presenza o meno del diritto al rimborso dell'apporto. Ove si tratti di strumenti di quasi-*equity* (e quindi tale diritto sia assente) il problema non si pone, non essendoci limitazioni alla platea dei terzi sottoscrittori; discorso diverso per gli strumenti finanziari di debito i quali, come si è avuto modo approfondire *supra*, essendo una fattispecie contigua ai titoli di debito, saranno assoggettati

alle medesime limitazioni (ivi inclusa la riserva di sottoscrizione) in modo da evitare che la disciplina dei titoli di debito venga elusa²³⁴.

Infine, gli strumenti finanziari si differenziano dalla fattispecie concorrente in quanto la disciplina dettata dall'art. 26 (ricalcando il disposto dell'art. 2346 c.c.) consente di riconoscere ai finanziatori diritti patrimoniali o anche amministrativi. Occorre però svolgere una riflessione sul punto: dire che i titoli di debito non possono incorporare *tout court* diritti patrimoniali sarebbe errato in quanto essi, analogamente alle obbligazioni, possono riconoscere ai possessori un interesse periodico come remunerazione dell'investimento. Ciò che invece la dottrina (maggioritaria) non sembra ammettere, è che mediante i titoli di debito si esercitino delle ingerenze all'interno della società²³⁵; ne consegue che ad essere esclusi sarebbero solamente quei diritti (patrimoniali o amministrativi) aventi carattere partecipativo²³⁶. Viene così ancora una volta confermata la maggior duttilità degli strumenti finanziari rispetto ai titoli di debito, valorizzando la differenza tra apporti di capitale e di debito.

²³⁴ Cfr. FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, 2021, p. 242 e ss.; ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, in "Start up e P.M.I. innovative", *cit.*, p. 836; ABRIANI, La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 511.

²³⁵ Cfr. ABRIANI, La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 511; BUSANI, Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni, *cit.*, p. 1320; DEMURO, Alcune osservazioni sui titoli di debito nelle società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 521. In dottrina FIMMANÒ, Gli strumenti finanziari nella società a responsabilità limitata, *cit.*, p. 103, sostiene invece che alla s.r.l. sarebbe consentito emettere titoli di debito che riconoscano al possessore "alcuni diritti propri del socio, ma nei limiti di cui all'art. 2346 ultimo comma c.c."

²³⁶ I principali diritti "partecipativi" sono: il diritto alla distribuzione degli utili, il diritto alla distribuzione delle riserve, il diritto al riparto dell'attivo residuo in sede di liquidazione, il diritto di consultazione della documentazione sociale o di ricezione di rendiconti periodici e il diritto alla nomina di un membro del consiglio di amministrazione o del collegio sindacale.

CAPITOLO QUARTO

LA PARTECIPAZIONE AL RISCHIO D'IMPRESA DEL TERZO FINANZIATORE E LA "REMUNERAZIONE" DELL'APPORTO

1. I diritti attribuibili ai titolari degli strumenti finanziari: considerazioni preliminari

L'art. 26 comma sette del d.l. 179 del 2012 dispone che gli strumenti finanziari possono essere muniti di "*diritti patrimoniali o anche diritti amministrativi, escluso il diritto di voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli articoli 2479 e 2479-bis c.c.*", evocando alla mente il disposto dell'art. 2346 c.c.; se ne ricava che gli strumenti finanziari, analogamente alle partecipazioni al capitale sociale, possono riconoscere ai loro titolari delle prerogative connesse all'investimento realizzato, le quali sono riconducibili a due macro categorie ovvero quella dei diritti patrimoniali (che possono essere definiti come quei diritti che consentono all'investitore di ottenere una remunerazione dal punto di vista economico dell'investimento) e quella dei diritti amministrativi (ossia quei diritti che consentono ai titolari degli strumenti finanziari di disporre di un potere di ingerenza nella gestione sociale)²³⁷.

Come già si è avuto modo di approfondire nei capitoli precedenti, uno strumento in grado di riconoscere al suo titolare prerogative di questo genere rappresenta una novità nel panorama della s.r.l., non essendovi istituiti in grado di combinare le due caratteristiche proprie degli strumenti finanziari, ossia il riconoscimento di specifici diritti (in un certo senso) *ad personam* e l'assenza della qualifica di socio. Si pensi, per esempio, all'art. 2468 c.c., comma tre, il quale ammette la possibilità di riconoscere a singoli soci (quindi a soggetti che partecipano al capitale sociale) diritti particolari riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili, consentendo così di attribuire il diritto

²³⁷ Si segnala per completezza che oltre ai diritti patrimoniali e amministrativi sono configurabili anche dei diritti misti (come il diritto di recesso o il diritto di opzione), per tali intendendosi quei diritti che presentano i caratteri sia dei diritti patrimoniali che quelli dei diritti amministrativi.

alla nomina di un amministratore oppure il diritto alla percezione degli utili in misura non proporzionata alla propria partecipazione²³⁸. Per ampliare il confronto si può prendere a paragone anche l'istituto dei titoli di debito, il quale consente ad un terzo di investire in una società senza acquisire la qualifica di socio; al contempo però esso non è in grado di attribuire diritti partecipativi all'investitore, distinguendosi per questo (così come anche per altri aspetti) dagli strumenti finanziari²³⁹.

Una prima questione da prendere in esame è rappresentata dalle possibili combinazioni tra diritti patrimoniali e amministrativi che possono essere adottate in concreto. La norma che legittima l'emissione degli strumenti finanziari nelle società innovative utilizza la locuzione "*diritti patrimoniali o anche diritti amministrativi*", replicando così quanto disposto dall'art. 2346 c.c., motivo per il quale deve ritenersi che gli approdi cui gli interpreti sono giunti per gli strumenti finanziari emessi da una società per azioni siano estendibili anche alle società a responsabilità limitata. In virtù della formulazione della norma, la dottrina che ha affrontato la questione, ritiene che i diritti patrimoniali debbano essere sempre presenti, costituendo un elemento imprescindibile ed ineliminabile della fattispecie; i diritti amministrativi, invece, avrebbero carattere meramente eventuale, potendo mancare senza che ciò determini un'emissione contraria al disposto normativo²⁴⁰.

²³⁸ Cfr. DACCÒ, CIAN, La s.r.l.: la struttura finanziaria, in "Diritto commerciale, vol. III", a cura di M. Cian, G. Giappichelli, Torino, 2020, p. 697 e ss.; GUGLIEMO, SILVA, I diritti particolari del socio - Ambito oggettivo di applicazione e fattispecie, studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 242-2011/I, approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 17 novembre 2011, in "www.notariato.it", p. 2 e ss.

²³⁹ Cfr. ABRIANI, La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata, in "Rivista di Diritto Societario", 2019, p. 511; BUSANI, Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni, in "le Società", 2013, p. 1320; DEMURO, Alcune osservazioni sui titoli di debito nelle società a responsabilità limitata, in "Giustizia Civile", 2004, p. 521.

²⁴⁰ Cfr. REDOANO, Il "*Simple Agreement for Future Equity*" nel diritto italiano, in "Banca Borsa Titoli di Credito", 2021, p. 985, nota, 44; FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, in "Orizzonti del Diritto Commerciale", 2021, p. 229; ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, in "Start up e P.M.I. innovative", opera diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, 2020, p. 810; BENAZZO, La s.r.l. start-up innovativa, in "Le nuove leggi civili commentate", 2014, p. 121. Per quanto riguarda le società per azioni, nello stesso senso, NOTARI, Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese, in "Rivista delle Società", 2018, p. 1141; MIGNONE, Commento all'art.

Come è stato rilevato, la ragione principale (oltre a quella fondata sul dato letterale) a sostegno della tesi citata (ovvero quella per cui non è consentito riconoscere all'investitore unicamente diritti amministrativi) ha carattere sostanziale ed è strettamente correlata alla causa dell'operazione²⁴¹; infatti, i diritti patrimoniali rispecchiano la natura dell'operazione economica sottostante all'emissione degli strumenti finanziari. Per questo deve ritenersi non consentita un'emissione in cui essi siano totalmente assenti.

In virtù delle considerazioni svolte, gli strumenti finanziari potranno attribuire ai loro titolari solamente diritti patrimoniali, diritti patrimoniali unitamente a diritti amministrativi, ma mai unicamente diritti rientranti in quest'ultima classe.

È necessaria però una precisazione sul punto. Questione distinta da quella che è stata poc'anzi affrontata è quella attinente a quale classe di diritti sia idonea a conferire prerogative di tipo partecipativo, in modo da far sì che gli strumenti finanziari possano essere qualificati come partecipativi. Come si è affermato *supra*, deve preferirsi la soluzione maggiormente permissiva ovvero quella che consente tanto ai diritti patrimoniali che ai diritti amministrativi di avere carattere partecipativo²⁴²; da ciò deriva che ove lo strumento finanziario attribuisca sia diritti patrimoniali che amministrativi non sarà necessario che il carattere

2346 c.c., in "Codice delle società", a cura di N. Abriani, ed. II, UTET Giuridica, 2016, p. 647; PASSADOR, Appunti sulla nuova nozione di controllo. Tra principi IAS/IFRS e diritto societario, in "Rivista di Diritto Societario", 2016, p. 223; SAGLIOCCA, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di partecipazione attiva al governo delle società per azioni, in "Rivista di Diritto Societario", 2013, p. 331; VALZER, Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni, G. Giappichelli, Torino, 2012, p. 12, nota 24; BUSANI, SAGLIOCCA, Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di *restructuring*, in "le Società", 2011, p. 927; NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., in "Azioni", a cura di M. Notari, in "Commentario alla riforma delle società", diretto da P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, Egea, 2008, p. 81; LIBONATI, Gli strumenti finanziari partecipativi, in "La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive", Atti del convegno internazionale di studi (Venezia, 10-11 novembre 2006), Giuffré, 2007, p. 582; CIAN, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice, Giuffré, Milano, 2006, p. 28.

²⁴¹ Cfr. ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 810 e ss.; BUSANI, SAGLIOCCA, Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di *restructuring*, *cit.*, p. 927; NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 87.

²⁴² Cfr. BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), *cit.*, p. 1191; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 164 - Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 3.

partecipativo sia presente in entrambi o esclusivamente nei diritti patrimoniali, potendo infatti caratterizzare unicamente i diritti amministrativi. Per questo motivo si può ritenere che nonostante i diritti amministrativi non siano necessari, e da soli non siano in grado di giustificare causalmente l'emissione, essi potranno incidere sul carattere partecipativo o meno degli strumenti finanziari²⁴³.

2. Gli strumenti finanziari partecipativi e la formale qualità di non socio

Prima di procedere con l'esame delle prerogative attribuibili al titolare degli strumenti finanziari è opportuno svolgere alcune riflessioni sulla posizione del titolare degli strumenti finanziari.

L'autonomia che la legge riconosce agli interpreti nel plasmare il contenuto degli strumenti finanziari è tale per cui questi possono assumere dei connotati che normalmente contraddistinguono la partecipazione al capitale sociale, facendo quasi svanire le differenze tra l'investitore in strumenti finanziari ed il socio.

È possibile svolgere un primo ordine di riflessioni sull'elemento necessario per ottenere la titolarità degli strumenti finanziari, ovvero l'apporto. Il settimo comma dell'art. 26, nel regolare la fattispecie degli strumenti finanziari nelle società innovative, dispone che l'emissione avvenga a seguito di un "apporto", anche di opera o servizi, proveniente, in via potenziale, tanto da soci che da soggetti terzi. La parola "apporto" rende evidente la diversità strutturale rispetto al "conferimento" e rappresenta, proprio per questo motivo, una delle ragioni per cui gli strumenti finanziari possono essere qualificati come un *tertium genus* rispetto ad azioni ed obbligazioni.

Visto che la norma impiega questo termine, è opportuno procedere ad una perimetrazione del concetto in modo da evidenziare le differenze rispetto alla

²⁴³ Giova comunque precisare che la distinzione tra strumenti finanziari partecipativi e strumenti finanziari non partecipativi ha natura meramente qualificatoria, non derivando da essa alcuna differenza in termini di disciplina. Ne consegue che gli strumenti finanziari possono essere qualificati come strumenti di quasi-capitale (con la conseguenza che non dovranno rispettare le norme previste per i titoli di debito) anche se non riconoscono all'investitore alcun diritto partecipativo (a questa configurazione ha fatto, per esempio, ricorso una start up innovativa di cui si è potuto esaminare il regolamento di emissione).

tradizionale nozione di “conferimento”; si può ritenere che l’apporto si differenzi da quest’ultimo per l’inidoneità ad incrementare il capitale sociale della società beneficiaria²⁴⁴. Per questo motivo, se attraverso tale tecnica vengono fatte confluire risorse in società da un terzo costui non otterrà la qualifica di socio; ove invece le risorse vengano apportate da un socio costui non vedrà incrementata la propria partecipazione sociale.

Una particolarità dell’apporto è rappresentata dalla sua collocazione contabile: nei casi in cui gli strumenti finanziari siano privi del diritto al rimborso (dunque nei casi di strumenti finanziari di quasi-*equity*), esso è destinato ad essere iscritto in bilancio alla voce “patrimonio netto”, la medesima, cioè, in cui confluiscono i conferimenti²⁴⁵. Tuttavia, mentre questi ultimi vanno ad incrementare la posta “capitale sociale”, gli apporti correlati all’emissione di strumenti finanziari sono destinati a dare vita ad un’apposita riserva (la c.d. riserva SFP di cui si è detto ai capitoli precedenti). Può quindi dirsi che il *quid* necessario per l’ottenimento della qualifica di socio sia rappresentato dall’idoneità delle risorse fatte confluire in società ad incrementare il capitale sociale²⁴⁶.

Al di là di questo primo aspetto, la contrapposizione tra socio e titolare di strumenti finanziari non è così netta come si potrebbe pensare. Questo è vero in particolare nelle ipotesi in cui vengano presi in considerazione i c.d. strumenti

²⁴⁴ Cfr. ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 808; GINEVRA, Gli strumenti finanziari diversi da azioni e obbligazioni, in “Diritto commerciale, vol. III”, a cura di M. Cian, G. Giappichelli, Torino, 2020, p. 386.

²⁴⁵ Ai sensi dell’art. 2424 c.c. il “patrimonio netto” è una voce dello stato patrimoniale rientrante, per ragioni di carattere strettamente contabile, tra le passività. Esso è composto dalle seguenti poste: capitale sociale; riserva da soprapprezzo delle azioni; riserve di rivalutazione; riserva legale; riserve statutarie; altre riserve, distintamente indicate; riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi; utile (perdite) portato a nuovo; utile (perdita) dell’esercizio; riserva negativa per azioni proprie in portafoglio.

²⁴⁶ Nonostante il legislatore consideri l’apporto come una fattispecie unitaria, a ben vedere non è proprio così: come si è avuto modo di approfondire nei capitoli precedenti, l’emissione di strumenti finanziari può tollerare più di una causa, potendosi strutturare l’operazione tanto in termini di *equity*, quanto in termini di debito. Malgrado le profonde differenze (sia giuridiche che contabili), il legislatore ha optato per l’utilizzo di un unico termine in grado di comprendere entrambe le configurazioni; si andrà poi, in concreto, a distinguere tra le due alternative a seconda di come le parti hanno impostato l’operazione.

finanziari partecipativi²⁴⁷; in questo caso la divergenza tra le due posizioni subisce un forte ridimensionamento alla luce della possibilità di riconoscere agli investitori (in strumenti finanziari) diritti patrimoniali o anche amministrativi che normalmente costituiscono una prerogativa esclusiva dei soci. È questa la ragione per cui si parla di diritti (patrimoniali o amministrativi) di carattere “partecipativo”, in quanto mediante gli strumenti finanziari possono essere attribuite delle prerogative che garantiscano la partecipazione alla vita della società in una posizione contigua a quella di socio²⁴⁸. Si pensi, per esempio, al diritto alla percezione degli utili, alla possibilità di attribuire un diritto di controllo sul modello di quello riconosciuto ai soci *ex art. 2476 c.c.*, oppure al diritto a nominare un membro dell’organo amministrativo o di controllo. È, quindi, evidente come la condizione giuridica dell’investitore abbia dei contorni particolarmente sfumati: il finanziatore, infatti, non è socio in quanto non partecipa al capitale sociale; egli, tuttavia, può essere titolare di prerogative tipicamente connesse alla figura del socio e, a certe condizioni (come si vedrà *infra*), condivide pure il rischio d’impresa.

Quello che senza dubbio costituisce l’elemento di maggior divergenza tra le due figure è rappresentato dal diritto di voto: il comma sette dell’art. 26 esclude dal novero dei diritti attribuibili a seguito dell’emissione di strumenti finanziari “*il diritto di voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli articoli 2479 e 2479-bis c.c.*”. La ragione per cui si ritiene che sia questo l’elemento distintivo tra le due posizioni è motivata dal fatto che la partecipazione all’assemblea rappresenta (più di ogni altro fattore) l’essenza dell’essere socio e della partecipazione sociale, essendo tale prerogativa esercitata all’interno dell’organo rappresentativo dei titolari del capitale sociale²⁴⁹.

²⁴⁷ Si tenga altresì presente che mentre la presenza di quote di partecipazione al capitale sociale è un elemento sempre presente nelle società a responsabilità limitata (così come lo sono le azioni per la s.p.a.), gli strumenti finanziari partecipativi hanno carattere meramente eventuale, essendo la loro presenza rimessa all’autonomia statutaria e quindi non necessaria.

²⁴⁸ Cfr. BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), in “*le Società*”, 2012, p. 1191.

²⁴⁹ Deve tenersi comunque presente che oggi, in virtù del disposto dell’art. 26, comma 3, del d.l. 179/2012, tutte le s.r.l. qualificabili come P.M.I. (per la relativa definizione si vedano i capitoli precedenti) possono “*creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla*

C'è però una domanda che ci si deve porre: il diritto di voto è una prerogativa che è vietata *tout court* ai titolari degli strumenti finanziari? Nonostante si debba escludere che mediante quest'istituto sia possibile attribuire un diritto di voto analogo a quello dei soci (ovvero un voto nell'assemblea generale), in dottrina si tende ad ammettere, tra i diritti amministrativi attribuibili, il diritto di voto su specifici argomenti indicati dall'atto costitutivo o dalla delibera di emissione²⁵⁰. È però particolarmente discusso tra gli interpreti, così come nelle s.p.a., quale sia la sede e quali siano le modalità per l'esercizio di questo diritto²⁵¹; anticipando le conclusioni cui si approderà nei paragrafi successivi, se è legittimamente attribuibile ai titolari degli strumenti finanziari un diritto di voto, deve ritenersi che questo non possa essere esercitato nella medesima sede in cui i soci esercitano tale prerogativa (ovvero nell'assemblea dei soci)²⁵².

In ragione delle considerazioni svolte sinora appare evidente come l'istituto degli strumenti finanziari, soprattutto se considerato nella sua configurazione naturale (ovvero quella che non incorpora nello strumento anche il diritto al rimborso dell'apporto), si avvicini, a livello di caratteristiche concrete, maggiormente alla partecipazione sociale che ai titoli di debito. Questo costituisce un ulteriore motivo a conferma della tesi (esposta e sostenuta nei capitoli precedenti) con la quale si è contrastata la teoria (portata avanti da una parte degli interpreti) per cui gli strumenti finanziari non possono che essere ricompresi all'interno della macro categoria degli strumenti di debito (unitamente

legge, può liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, commi secondo e terzo, del Codice civile". Ne consegue che il *proprium* della partecipazione sociale può essere ridimensionato, analogamente a quanto accade nelle società per azioni ex art. 2351 c.c., secondo comma, anche nelle s.r.l. P.M.I.

²⁵⁰ Cfr. FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, p. 229 e ss.; ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 819; CIAN, Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo, in "Le nuove leggi civili commentate", 2014, p. 1193.

²⁵¹ Per una prima analisi delle problematiche comuni a società per azioni e società a responsabilità innovative si veda GINEVRA, Gli strumenti finanziari diversi da azioni e obbligazioni, *cit.*, p. 388 e ss. e CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 167 - Diritto di voto degli strumenti finanziari partecipativi (artt. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c.), in "www.consiglionotarilemilano.it", p. 4 e ss.

²⁵² Si rinvia all'ottavo paragrafo per una più completa analisi del problema.

ai titoli di debito o alle obbligazioni nelle s.p.a.); a ciò si aggiunga che le prerogative che l'autonomia privata è in grado di riconoscere ai titolari degli strumenti finanziari sono aliene rispetto all'istituto dei titoli di debito, non potendosi (in questo caso) riconoscere agli investitori diritti diversi dalla percezione dell'interesse²⁵³. Quindi, considerate le peculiarità che connotano la fattispecie degli strumenti finanziari e la assimilano, sotto diversi punti di vista, alla partecipazione sociale, sarebbe illogico comprendere in un'unica categoria (ovvero quella degli strumenti di debito) degli istituti (*i.e.* titoli di debito e strumenti finanziari) che in comune hanno unicamente la non idoneità ad incrementare il capitale sociale.

In conclusione, se da un punto di vista prettamente formale l'investitore rimarrà un terzo (in virtù della non assunzione della qualifica di socio), da un punto di vista sostanziale non può negarsi come la distanza tra le due qualifiche venga notevolmente ridotta (seppur – ovviamente – non azzerata) in virtù dei diritti attribuibili al titolare degli strumenti finanziari.

3. La (possibile) partecipazione al rischio d'impresa del titolare di strumenti finanziari partecipativi

Considerato che mediante l'investimento in strumenti finanziari il finanziatore non acquisisce né la qualifica di socio, né una partecipazione al capitale sociale, si potrebbe pensare che costui non partecipi nemmeno al rischio d'impresa. In realtà questo sillogismo non è propriamente corretto.

Che cosa si intende, anzitutto, per rischio d'impresa? In termini generali si può definire rischio d'impresa la compartecipazione ai risultati positivi o negativi che l'attività d'impresa è in grado di generare²⁵⁴.

²⁵³ Si rimanda, quanto ai contributi dottrinali relativi ai diritti incorporabili nei titoli di debito, allo specifico paragrafo del terzo capitolo.

²⁵⁴ Cfr. CIAN, L'organizzazione produttiva: elementi costitutivi, in "Diritto commerciale, vol. III", a cura di M. Cian, G. Giappichelli, Torino, 2020, p. 31. Merita di essere menzionata, in quanto corrobora la precedente definizione, anche la l'elaborazione del di "rischio d'impresa" di CAVAZZUTI, Rischio d'impresa, in "Enciclopedia del Diritto", agg. IV, Giuffrè, 2000, p. 1094 (si rimanda al contributo per una più ampia disamina della nozione). L'Autore afferma che "il rischio, in generale, viene ritenuto l'avvenimento futuro ed incerto i cui effetti possono riflettersi

La nozione di per sé è molto ampia e, proprio per questo, idonea a comprendere al suo interno molteplici situazioni che non possono ritenersi limitate esclusivamente alla posizione del socio. Per questa ragione non si può escludere a priori che il titolare degli strumenti finanziari sia esposto al rischio d'impresa; allo stesso tempo bisogna però precisare che tale esposizione non consegue automaticamente ad ogni emissione di strumenti finanziari, dovendosi esaminare attentamente le caratteristiche concrete dell'emissione per capire se vi siano o meno le condizioni affinché ciò si verifichi²⁵⁵.

Per individuare i casi in cui è riscontrabile l'assunzione del rischio d'impresa si ritiene che la soluzione migliore sia quella di valorizzare il significato di tale concetto; il profilo che più di ogni altro sembra essere messo in evidenza dalla nozione poc'anzi illustrata (dal quale ricavare, inoltre, il criterio per capire in concreto se vi sia o meno condivisione del rischio d'impresa) è quello della partecipazione "economica" alla vita dell'impresa, per tale intendendosi la condivisione dei risultati positivi e negativi d'esercizio²⁵⁶. Da ciò è possibile ricavare una conseguenza non scontata, ovvero che il concetto di partecipazione al rischio d'impresa non è pienamente sovrapponibile a quello di "partecipatività" da cui discende il carattere (per l'appunto) "partecipativo" degli

positivamente o negativamente nei confronti di un soggetto a cui esso è imputabile. Il rischio d'impresa diviene allora l'espressione riassuntiva delle condizioni nelle quali opera l'imprenditore, i cui effetti positivi e negativi si riflettono sulla sua attività. Tali condizioni possono riguardare i fatti più diversi: dagli sbocchi commerciali delle merci e dei servizi alle modalità di approvvigionamento finanziario, alle condizioni di lavoro, ai livelli tecnologici dell'azienda".

²⁵⁵ Per una prima distinzione all'interno dell'istituto degli strumenti finanziari si rinvia al terzo paragrafo del secondo capitolo e al quarto paragrafo del terzo capitolo.

²⁵⁶ È questa la ricostruzione che si ritiene preferibile; per questo, nel presente contesto, è preferibile non impiegare nessuno dei due criteri distintivi che sono stati utilizzati fino a questo punto della trattazione. Infatti, l'impiego del criterio fondato sul carattere partecipativo o meno degli strumenti finanziari rischierebbe di condurre a risultati erronei: si pensi al caso in cui il regolamento riconoscesse all'investitore il diritto al rimborso dell'apporto ed un diritto partecipativo di tipo amministrativo; questa fattispecie si crede non possa essere trattata analogamente alle ipotesi in cui il diritto partecipativo sia di natura patrimoniale (come nel caso del diritto all'utile), in quanto – pur essendovi una partecipatività sul piano amministrativo – è assente la componente economica che, come si è detto, rappresenta il *proprium* della partecipazione al rischio d'impresa. Allo stesso tempo si rivela inutile a questi fini anche il criterio distintivo fondato sulla presenza o meno del diritto al rimborso dell'apporto, in quanto anche ove fosse pattuita la restituzione del medesimo, almeno a livello teorico, sarebbe ugualmente possibile attribuire all'investitore un diritto patrimoniale implicante una partecipazione al rischio d'impresa (per esempio un diritto al dividendo).

strumenti finanziari (e la successiva distinzione tra strumenti partecipativi e non partecipativi)²⁵⁷; infatti, gli strumenti finanziari partecipativi possono essere anche sprovvisti di diritti patrimoniali di questo tipo (determinanti cioè una condivisione dei risultati d'esercizio), essendo sufficiente, affinché possano essere così qualificati, che sia presente un diritto amministrativo di tipo partecipativo (per questo si dice che gli strumenti finanziari sono considerabili “partecipativi” quando è individuabile una partecipazione al contratto sociale, non essendo sufficiente la mera condivisione del rischio d'impresa)²⁵⁸.

Proprio perché la partecipazione al rischio d'impresa può essere intesa in questi termini (ovvero come condivisione dei risultati d'esercizio), conformemente alle considerazioni svolte dalla dottrina, si ritiene che colui che investe in strumenti finanziari possa essere esposto al rischio d'impresa tanto in ordine al profilo della remunerazione dell'apporto, quanto relativamente a quello della restituzione dello stesso²⁵⁹.

Quanto all'esposizione al rischio d'impresa legata alla remunerazione dell'investimento, questa è connessa – sostanzialmente – al diritto alla partecipazione agli utili eventualmente riconosciuto all'investitore²⁶⁰. Una

²⁵⁷ Per ulteriori considerazioni sul carattere partecipativo degli strumenti finanziari si rinvia al primo paragrafo del secondo capitolo.

²⁵⁸ Cfr. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 164 - Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, p. 1.

²⁵⁹ Cfr. FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, p. 246; ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 813; BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), *cit.*, p. 1195. Nello stesso senso, con riferimento però agli strumenti finanziari di partecipazione all'affare, TULLIO, Finanziamenti finalizzati nella s.p.a.: azioni correlate e strumenti finanziari di partecipazione all'affare, in “Rivista di Diritto Societario”, 2013, p. 381 e ss.

²⁶⁰ Secondo l'opinione assolutamente dominante in dottrina il diritto agli utili è pacificamente attribuibile ai titolari degli strumenti finanziari; in questo senso SPOLIDORO, Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza, in “Rivista delle Società”, 2020, p. 423; MIGNONE, Commento all'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 651; CIAN, La nozione di strumento finanziario nel sistema del diritto commerciale, in “*Studium iuris*, rivista per la formazione nelle professioni giuridiche”, CEDAM, 2015, p. 1454; BARTOLACELLI, La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi, Giuffrè, Milano, 2012, p. 240; BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), *cit.*, p. 1193; ABRIANI, Le azioni e gli altri strumenti finanziari, in “Le società per azioni”, a cura di N. Abriani, S. Ambrosini, O. Cagnasso, P. Montalenti, in “Trattato di diritto commerciale”, diretto da G. Cottino, vol. IV, Cedam, 2010, p. 338; NOTARI, Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina, in “Banca Borsa

ricostruzione in questi termini è da ritenersi corretta in quanto tale prerogativa, a differenza del diritto alla percezione di un interesse, tipico dei titoli di debito (o delle obbligazioni nelle s.p.a.), si connota per l'intrinseco carattere aleatorio, dipendendo inevitabilmente dal risultato d'esercizio. Ne consegue che ove le *performance* della società in un determinato arco temporale siano negative, e quindi le perdite assorbano interamente i profitti, il titolare degli strumenti finanziari non otterrà alcuna remunerazione dell'investimento²⁶¹. Sotto questa prospettiva è evidente come l'investitore si trovi in una posizione del tutto analoga a quella dei soci, essendo il diritto al dividendo, anche per costoro, subordinato all'esistenza di utili distribuibili. In ragione di ciò, ove gli strumenti finanziari riconoscano al loro titolare il diritto al dividendo costui potrà considerarsi esposto al rischio d'impresa.

La partecipazione al rischio d'impresa dei titolari degli strumenti finanziari (come già accennato) può però essere analizzata anche sotto un altro punto di vista, ovvero quello della restituzione dell'apporto. A differenza del profilo poc'anzi analizzato (ovvero quello concernente l'incidenza del rischio d'impresa sulla remunerazione dell'apporto), in questo caso vengono in considerazione unicamente le emissioni di strumenti finanziari che non riconoscono all'investitore il diritto al rimborso dell'apporto, in quanto se la fonte regolatrice della fattispecie attribuisse agli investitori una prerogativa di questo tipo, la società registrerebbe a bilancio un debito, con la naturale conseguenza che la restituzione dell'apporto non sarebbe esposta al rischio d'impresa²⁶².

Titoli di Credito", 2003, p. 549; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 164 - Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 1 e ss. Nonostante la generale ammissibilità del diritto alla percezione degli utili, è opportuno precisare sin d'ora (anche se la questione sarà affrontata *infra*) come esso, nelle s.r.l. start up innovative, presenti delle particolarità in ragione del divieto di distribuzione degli utili imposto dal d.l. 179/2012.

²⁶¹ Cfr. FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, p. 246; ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 813.

²⁶² Mentre nell'ottica dell'incidenza del rischio d'impresa sulla remunerazione dell'investimento è corretto considerare sia gli strumenti finanziari incorporanti il diritto alla restituzione dell'apporto che quelli privi di tale diritto (in quanto in entrambi i casi potrebbe essere riconosciuto un diritto patrimoniale alla percezione dell'utile e quindi esposto al rischio d'impresa), nel caso in cui si voglia analizzare l'incidenza del rischio d'impresa sulla restituzione dell'apporto è opportuno prendere in considerazione unicamente le emissioni che non

L'ipotesi che si intende qui prendere in considerazione è perciò quella in cui gli strumenti finanziari sono privi del diritto al rimborso dell'apporto, quindi essi saranno iscritti a patrimonio netto (nella riserva SFP) e verranno considerati strumenti di quasi-*equity*²⁶³. A prima vista, parlare di incidenza del rischio d'impresa sul diritto alla restituzione dell'apporto potrebbe sembrare anacronistico; in realtà, la mancata pattuizione di un vero e proprio diritto al rimborso dell'apporto non significa di per sé che l'investitore non otterrà in nessuna occasione la restituzione delle risorse apportate; il momento in cui ciò può avvenire, similmente a quanto accade per i soci, è rappresentato dallo scioglimento e dalla successiva messa in liquidazione della società emittente: qui i liquidatori, nel predisporre il piano di riparto, dovranno tenere conto, ove la disciplina statutaria riconosca agli investitori un diritto a partecipare alla ripartizione dell'attivo finale²⁶⁴, della presenza di strumenti finanziari partecipativi²⁶⁵. Emerge così, ancora una volta, la somiglianza tra la posizione del socio e quella del titolare di strumenti finanziari privi del diritto al rimborso dell'apporto²⁶⁶.

Come nel caso precedente, anche sotto questo profilo, la partecipazione dell'investitore al rischio d'impresa è legata alle perdite d'esercizio, le quali potranno intaccare, fino ad erodere integralmente, la riserva SFP²⁶⁷. Come già

riconoscono un diritto alla restituzione dell'apporto: infatti, nei casi in cui questo diritto venga riconosciuto, l'investitore vanterà un credito nei confronti della società emittente, con la conseguenza che la somma apportata non sarà esposta all'alea connessa allo svolgimento dell'attività d'impresa; da ciò deriva che (anticipando quanto si avrà modo di precisare a breve) le perdite d'esercizio non incideranno in alcun modo sulla restituzione dell'apporto, quindi, sotto questo profilo, non potrà esserci alcuna condivisione del rischio d'impresa.

²⁶³ Per ulteriori considerazioni sulla qualificazione contabile della fattispecie si rinvia al quinto paragrafo del secondo capitolo.

²⁶⁴ Così, per esempio, REGOLAMENTO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI DENOMINATI "SFP GRUPPO CERAMICHE RICCHETTI 2019", in "<https://www.ricchetti-group.com/application/files/3215/9428/8872/Relazione-CDA-Aucap-e-SFP.pdf>", p. 5 e ss.

²⁶⁵ Cfr. SPOLIDORO, Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza, *cit.*, p. 423; DE ACUTIS, Lo scioglimento e la liquidazione delle società di capitali, in "Diritto commerciale, vol. III", a cura di M. Cian, G. Giappichelli, Torino, 2020, p. 788.

²⁶⁶ Per una specifica analisi della questione si rinvia al paragrafo precedente.

²⁶⁷ Cfr. FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, p. 246; ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 813; BONATO, L'emissione di SFP a servizio della ristrutturazione: apporto, diritto di

ricordato, spetterà all'autonomia privata regolare la partecipazione alle perdite della riserva *de qua*, indicando il preciso ordine in cui le medesime incideranno sui diversi strati del netto; si tenga però a mente che non è in alcun modo consentito escludere la posta di patrimonio netto dall'esposizione ai risultati negativi d'esercizio.

Si assiste così ad un fenomeno del tutto peculiare, ovvero quello della sostanziale assimilazione tra la posizione del socio e quella dell'investitore; nonostante le diversità tra conferimento ed apporto e quelle inerenti allo *status* giuridico delle due figure, sotto il profilo dell'esposizione alle perdite risulta una sostanziale parificazione delle due categorie. Anzi a ben vedere potrebbe accadere che il titolare degli strumenti finanziari sia esposto, da un punto di vista economico, ad un rischio maggiore (o forse, per meglio dire, prioritario) rispetto ai soci. Tale conclusione dipende dalla regola per cui il capitale sociale non può essere eroso dalle perdite finché residuino a bilancio delle riserve; da ciò deriva l'estrema conseguenza che i risultati negativi d'esercizio impatteranno prima sui terzi (ovvero i titolari degli strumenti finanziari) e solo poi sui soci. Com'è stato osservato in dottrina, "se è certamente vero che il rischio assunto dal socio in sede di conferimento è per definizione (causalmente) maggiore di quello assunto da un qualsiasi finanziatore, ciò non comporta di dover ritenere preclusa la possibilità che un soggetto terzo, in questo caso l'investitore in strumenti finanziari, assuma un rischio analogo o superiore rispetto ad un socio, purché tale rischio sia causalmente giustificabile"²⁶⁸. È questa una ricaduta di disciplina

recesso e obbligo di riscatto, in "le Società", 2017, p. 570; BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), *cit.*, p. 1191.

²⁶⁸ Cfr. DI NOLA, RESTUCCIA, Brevi note sull'applicabilità della disciplina del capitale sociale agli strumenti finanziari partecipativi "a tutto rischio", nota a Tribunale di Napoli Sez. spec. Impresa, 24 febbraio 2016, in "Giurisprudenza Commerciale", 2017, p. 725. Non condivide quest'impostazione ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 815. L'autrice ritiene infatti che "per quanto gli strumenti finanziari possono essere delineati dall'autonomia statutaria come esposti al rischio di impresa, tuttavia, mai saranno, per questa via, equiparabili al capitale sociale, ovvero la posizione dei titolari degli strumenti finanziari non potrà mai porsi sullo stesso piano di quella dei titolari del capitale sociale. (...) per quanto riguarda la partecipazione alle perdite non può verificarsi che la posizione degli stessi li esponga ad un rischio maggiore di quello che grava sui soci". Un Autore (LAMANDINI, Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità nella partecipazione alle perdite, nota a Tribunale di Napoli Sez. spec. Impresa, 25 febbraio 2016, in "le Società", 2016, p. 979) ritiene che questo esito redistributivo non sia conforme "al fondamento che ispira l'impresa azionaria. In essa infatti il

giuridicamente e contabilmente necessaria, in quanto la qualificazione in termini di quasi capitale degli strumenti finanziari non consente di subordinare l'erosione della riserva SFP al previo azzeramento del capitale sociale²⁶⁹.

4. Segue. Strumenti finanziari con obbligo di riscatto a carico della società emittente e rischio d'impresa

A completamento del quadro emerge un'ipotesi del tutto peculiare, in grado di mettere in discussione la ricostruzione che si è fin qui data del rapporto tra rischio d'impresa e strumenti finanziari. Ci si riferisce al caso in cui, al momento dell'emissione degli strumenti finanziari, si crei in capo alla società emittente un obbligo di riscattare gli strumenti finanziari; tale ipotesi, su cui si avrà modo di tornare *infra* e che sembra essere ammessa dalla dottrina²⁷⁰, riesce

principio che l'azionista (e in caso di più categorie di azionisti, quello ordinario) sia e debba essere il *residual claimant* e come tale debba essere chiamato per primo a sopportare le perdite (e a conseguire per ultimo l'eventuale supero netto di liquidazione) e possa al più concorrere *pari passu* alle perdite con altri portatori di interesse ma mai postergarsi ad essi mi pare continui ad essere un vincolo imperativo. Quel principio non aveva motivo di entrare in conflitto con quello di natura contabile in relazione al modo di incidenza delle perdite sui vari "strati" del netto fino a che il netto fosse tutto attribuibile pro quota agli azionisti (...). Ma una volta che questo concorso si è creato, si rende necessario comprendere se vi è un modo per far coesistere i due sistemi di regole senza determinare inaccettabili effetti redistributivi e sovvertire la c.d. "*absolute priority rule*". Un altro Autore (PALMIERI, La partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari *ex art.* 2346, comma 6, c.c. convertendi in azioni, nota a Tribunale di Napoli Sez. spec. Impresa, 25 febbraio 2016, in "Società", 2016, p. 990 e ss.) ha, però, sostenuto che "sembra potersi sostenere che, se è certo che la regola dell'*absolute priority rule* debba trovare applicazione in caso di cessazione della società (sia essa attuata a mezzo di una liquidazione *ex artt.* 2484 ss. c.c. o di una procedura concorsuale), non altrettanto certo sembra potersi affermare che la stessa debba essere rispettata senza eccezioni anche *durante societate*, come nel caso esaminato. (...) Alla luce di questi brevi passaggi si ritiene, quindi, che il caso in esame non dia vita a un reale sovvertimento dei principi del diritto societario, né che l'operazione dia luogo a un risultato economico inefficiente. Si reputa, anzi, che l'anteposizione alle perdite a cui sono stati esposti gli strumenti rispetto al capitale favorisca l'interesse della società".

²⁶⁹ Cfr. MIGNONE, Strumenti finanziari partecipativi del genere "mezzanino": se sei riserva, non puoi fare il capita...le., nota a Tribunale di Napoli Sez. spec. Impresa, 24 febbraio 2016, in "Banca Borsa Titoli di Credito", 2017, p. 495.

²⁷⁰ Cfr. SAGLIOCCA, La conversione dei crediti delle banche in strumenti di quasi-capitale quale strategia societaria per le ristrutturazioni del debito, in "Rivista delle Società", 2018, p. 401 e ss.; BONATO, L'emissione di SFP a servizio della ristrutturazione: apporto, diritto di recesso e obbligo di riscatto, *cit.*, p. 573 e ss. Come ricordato da quest'ultimo Autore, "la dottrina ha assimilato la figura degli SFP riscattabili alla fattispecie delle azioni riscattabili, e dunque occorre in primo luogo valutare se possano essere emesse azioni tali per cui l'emittente soggiaccia all'obbligo di riscatto. Sebbene il tema sia ancora controverso, alcuni commentatori hanno sostenuto che la previsione normativa contenuta nell'art. 2437-*sexies* di un potere di riscatto non

a cumulare due aspetti che sembrerebbero incompatibili tra loro, ovvero la configurazione dell'operazione in termini di raccolta di capitale di rischio e la previsione di un vero e proprio diritto al rimborso in favore del titolare degli strumenti finanziari²⁷¹. Una fattispecie così congegnata fa sorgere inevitabilmente due domande strettamente connesse tra loro: può, in questi casi, parlarsi ugualmente di partecipazione del finanziatore al rischio d'impresa? E che ricadute ci sono a livello di bilancio?

Alcuni spunti per individuare la soluzione corretta ad entrambe le domande possono essere rinvenuti nei principi contabili internazionali "IAS"²⁷²; il principio che viene in considerazione a questi fini è lo IAS 32, rubricato "strumenti finanziari: esposizione nel bilancio", il quale assume rilievo in due dei suoi paragrafi ovvero il numero 17 ed il numero 18 (lettera "b"). Il primo prevede che *"una caratteristica determinante per differenziare una passività finanziaria da uno strumento rappresentativo di capitale è l'esistenza di una obbligazione contrattuale di un contraente dello strumento finanziario (l'emittente) a consegnare disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria all'altra parte (il possessore) o a scambiare attività o passività finanziarie con il possessore a condizioni potenzialmente sfavorevoli per l'emittente"*. Il paragrafo 18 (lett. "b") dispone poi che *"uno strumento finanziario che dia al possessore il diritto di*

sia di per sé ostativa ad una clausola statutaria che disciplini invece un obbligo di riscatto". Per l'ammissibilità delle azioni con obbligo di riscatto CALVOSA, Azioni e quote riscattabili: delimitazione dei confini di operatività dell'istituto, in "le Società", 2019, p. 1327, la quale afferma che "dal silenzio non può a mio avviso desumersi - come pure si è talora ritenuto - un implicito divieto di creazione di queste ulteriori tipologie di azioni riscattabili. In altre parole, dal fatto che la norma disciplini dei due possibili schemi-base dell'istituto solo quello connotato dal potere di riscatto e non anche quello caratterizzato dall'obbligo di riscatto non può inferirsi un divieto implicito di emissione di tale tipo di azioni". Contrario alla possibilità di prevedere delle azioni con obbligo di riscatto DE MARTINIS, Le azioni riscattabili, in "La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata", 2006, p. 389.

²⁷¹ La fattispecie oggetto di analisi riguarda specificamente il caso in cui sia pattuito un obbligo di riscatto; ne consegue che le considerazioni svolte non saranno estendibili automaticamente ad un'emissione che riconosca alla società emittente il mero diritto di riscatto. In quest'ultimo caso, infatti, non essendovi certezza in ordine all'esercizio del riscatto deve ritenersi che le risorse apportate andranno iscritte a patrimonio netto e che l'investitore parteciperà al rischio d'impresa. Cfr. BONATO, L'emissione di SFP a servizio della ristrutturazione: apporto, diritto di recesso e obbligo di riscatto, *cit.*, p. 573.

²⁷² I principi IAS sono reperibili nell'allegato al Regolamento (CE) del 3 novembre 2008, n. 1126, consultabile al sito <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32008R1126>.

rivenderlo all'emittente in cambio di disponibilità liquide o di un'altra attività finanziaria (uno "strumento con opzione a vendere") è una passività finanziaria".

In ragione di ciò, nel caso in cui sia pattuito un obbligo di riscatto in capo alla società, si ritiene che il discrimine tra l'imputazione dell'apporto a debito oppure a patrimonio possa fondarsi su due criteri: il primo è legato alla possibilità per l'emittente di sottrarsi all'obbligo di riacquisto dello strumento, da cui deriva che ove ciò fosse possibile l'apporto andrebbe iscritto a patrimonio netto (nel caso in cui invece l'emittente non possa sottrarsi all'obbligo di riacquisto l'apporto dovrà essere iscritto tra i debiti della società)²⁷³; il secondo valorizza un altro aspetto ovvero la predeterminazione del prezzo di riscatto, con la conseguenza che, ove esso venga pattuito, si registrerà automaticamente un incremento dei debiti della società²⁷⁴.

Chiarito il tema (preliminare) dell'iscrizione a bilancio, rimane da risolvere la questione relativa alla partecipazione al rischio d'impresa degli strumenti finanziari che incorporano un obbligo di riscatto in capo alla società²⁷⁵.

²⁷³ Cfr. BONATO, L'emissione di SFP a servizio della ristrutturazione: apporto, diritto di recesso e obbligo di riscatto, *cit.*, p. 574; CASÒ, La classificazione degli strumenti di raccolta finanziaria: la descrizione del problema, il contenuto dello IAS 32, il caso delle azioni di risparmio: debito o patrimonio?, in "Rivista dei Dottori Commercialisti", 2004, p. 451. Quest'ultimo, seppur con specifico riferimento alle azioni con obbligo di riscatto, ha affermato che "non si è in presenza di uno strumento di debito ogniqualvolta si può ravvisare in capo all'emittente dello strumento la possibilità discrezionale di evitare il trasferimento di risorse finanziarie al sottoscrittore. Diversamente, devono essere imputate tra i debiti, dal momento della loro emissione, le azioni che attribuiscono al sottoscrittore, e non all'emittente, il diritto di esigere il rimborso del capitale sottoscritto ad una data futura, in quanto la società non può esimersi dal trasferimento di risorse finanziarie al sottoscrittore". Ciò che si ricava da questo criterio è che in tutti i casi in cui l'obbligo di riscatto sia subordinato al decorso di un certo lasso di tempo o al verificarsi di un evento futuro ed incerto si iscriverà a bilancio un debito, salvo che il verificarsi dell'evento sia giudicato assolutamente improbabile.

²⁷⁴ Cfr. BONATO, L'emissione di SFP a servizio della ristrutturazione: apporto, diritto di recesso e obbligo di riscatto, *cit.*, p. 574; CIOCCA, Commento all'art. 2437-*sexies*, in "Commento agli artt. 2437-2437-*sexies* del Codice Civile. Recesso e riscatto nelle s.p.a.", a cura di G. Marasà - N. Ciocca, Padova, 2011, p. 40. Come riferito da quest'ultima Autrice (anche se con riferimento alle azioni) "nel caso di riscatto obbligatorio o automatico a carico della società, la previsione di un corrispettivo determinato a priori, finirebbe per trasformare l'azionista in creditore". Sembra esprimersi in questo senso anche CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, massima n. 67/2018 - Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino, in "www.consigionotarilefirenze.it", p. 7.

²⁷⁵ Il riscatto, come si avrà modo di chiarire al capitolo successivo, può essere inteso oltre che come un "obbligo" facente capo all'emittente, anche come un "diritto" attribuibile alla medesima

Per quanto riguarda l'incidenza del rischio sulla remunerazione dell'investimento, condividendo il ragionamento svolto dai notai fiorentini²⁷⁶ e valorizzando, al contempo, il criterio della predeterminazione del prezzo di vendita, possono presentarsi diverse situazioni: nei casi in cui l'obbligo di riscatto vada esercitato ad un prezzo non prefissato, ma da determinare sulla base di parametri che rimandano al loro valore di mercato (per esempio, emulando il disposto del terzo comma dell'art. 2473 c.c.), e nei casi in cui venga attribuito ad un terzo arbitratore il compito di determinare il valore di vendita, deve ritenersi che vi sia una sopportazione del rischio d'impresa da parte del titolare degli strumenti finanziari.

Devono poi essere considerate separatamente due situazioni. La prima comprende tutte le ipotesi in cui il prezzo di vendita venga predeterminato in modo fisso, al fine di garantire un recupero dell'investimento iniziale (che accadrà se il prezzo di vendita sarà uguale all'investimento compiuto originariamente) o, addirittura, una sua remunerazione minima (che si verificherà ove il prezzo di vendita sia superiore alle somme originariamente apportate); la seconda si riferisce ai casi in cui il prezzo di vendita sia individuato grazie a parametri "mobili", che apparentemente tengono conto dell'andamento della società ma che in realtà subiscono dei correttivi che producono un effetto di sostanziale sterilizzazione del rischio d'impresa. In queste ultime due occasioni si assiste ad una sostanziale assenza del rischio d'impresa, in quanto non vi è il pericolo che le risorse apportate vengano perse essendovi in capo alla società un obbligo al rimborso (seppur camuffato).

(oppure ai suoi soci) esercitabile al verificarsi di certe condizioni predeterminate; in questo caso, però, si ritiene che non si ripropongano le medesime problematiche che emergono nei casi in cui sia pattuito un obbligo di riscatto, in quanto, trattandosi di un potere facente capo alla società o ai soci, non sussiste alcun automatismo tra il verificarsi dell'evento pattuito ed il riscatto, ben potendo i soggetti cui è riconosciuta tale prerogativa non esercitarla. Per questo si ritiene che nei casi in cui sia stato previsto il diritto di riscatto non venga alterata la partecipazione al rischio d'impresa del titolare degli strumenti finanziari, con la conseguenza che le conclusioni cui si è giunti per gli strumenti finanziari in generale manterranno la loro validità anche in questo caso.

²⁷⁶ Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, massima n. 67/2018 - Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino, *cit.*, p. 7.

In conclusione, il motivo per cui questa fattispecie ha meritato uno specifico approfondimento è dovuto all'automatismo in forza del quale l'investitore può recuperare le risorse investite: esso, infatti, è in grado di incidere in modo rilevante sulla fattispecie, in quanto consente di all'investitore di non condividere con i soci il rischio d'impresa; a ciò si aggiunga che in questo caso l'investitore si trova in una posizione analoga a quella in cui si troverebbe ove fossero emessi degli strumenti finanziari di debito, avendo costui il diritto a veder liquidato il suo investimento ove ricorra l'evento pattuito dalle parti.

5. I diritti patrimoniali compatibili con il divieto di distribuzione degli utili

Chiariti questi aspetti relativi alla posizione del socio e alla partecipazione al rischio d'impresa è giunto il momento di soffermarsi sui diritti patrimoniali. Essi possono essere definiti come quei diritti in grado di riconoscere all'investitore l'utilità ricavabile dall'impiego dell'apporto²⁷⁷. Attraverso i medesimi è possibile remunerare i titolari degli strumenti finanziari, siano essi dipendenti, o amministratori (nell'ambito di operazioni di *work for equity*) oppure investitori (ove l'operazione sia di mero finanziamento).

Giova partire dai diritti patrimoniali che garantiscono una vera e propria remunerazione dell'investimento, tra i quali spicca il diritto patrimoniale per eccellenza, ovvero il diritto all'utile (il quale si connota, tra l'altro, per essere munito del carattere partecipativo)²⁷⁸. Se non c'è dubbio che una tale prerogativa sia ammessa per le PMI innovative, maggiori perplessità sorgono con riferimento alle start up innovative, per le quali il d.l. 179/2012 (all'art. 25, comma 2, lettera "e") vieta la distribuzione dell'utile per l'intero periodo di incubazione; per

²⁷⁷ Cfr. ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 811.

²⁷⁸ Giova precisare che il concetto di "remunerazione dell'investimento" viene qui utilizzato (differentemente dal terzo paragrafo in cui, invece, era preso in considerazione nell'analisi del rischio d'impresa) per distinguere i diritti patrimoniali che verranno analizzati nelle prossime righe, da quelli c.d. "minori" che verranno analizzati al paragrafo successivo.

questa ragione gli interpreti tendono a negare l'ammissibilità di un diritto all'utile subordinato ad una previa delibera di distribuzione²⁷⁹.

Tuttavia, sembra si possa giungere ad una conclusione differente ove il diritto all'utile dello strumentista venga concepito come diritto alla percezione dell'utile conseguito, sulla base della nota distinzione tra utile conseguito ed utile distribuibile²⁸⁰. Si ritiene, infatti, che un diritto al dividendo così configurato non entri in conflitto con il citato divieto di cui all'art. 25, in quanto lo strumentista (sempre che maturino degli utili) diverrebbe automaticamente creditore della società, senza la necessità che venga adottata alcuna delibera di distribuzione. La ragione per cui si ritiene che una prerogativa così configurata non determini una violazione del divieto *de quo* dipende dal fatto che esso si riferisce, espressamente ed in via esclusiva, alla distribuzione degli utili, ovvero ad una situazione che non verrebbe a determinarsi in caso di diritto all'utile conseguito. Per questi motivi si ritiene possibile attribuire all'investitore in una start up innovativa un diritto patrimoniale di questo genere²⁸¹.

²⁷⁹ Cfr. FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, p. 245 e ss.; ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 812; GUIZZARDI, La s.r.l. innovativa, *cit.*, p. 86.

²⁸⁰ Una soluzione di questo genere, per esempio, è stata sviluppata dagli interpreti con riferimento al diritto particolare alla percezione dell'utile *ex art.* 2468 c.c., comma tre. Sul punto si veda BUSANI, Srl, nello statuto utili attribuiti ai soci con assetto variabile, in "il Sole 24 ORE", 27 luglio 2016; PAOLINI, Diritti particolari sugli utili nella s.r.l.: le clausole dell'atto costitutivo, studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 48-2016/I, approvato dal CNN il 12 maggio 2016, in "www.notariato.it", p. 3.

²⁸¹ Così, specificamente per le s.r.l. start up innovative, FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, p. 245 e ss.; ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 812 e ss., secondo la quale una tale ricostruzione sarebbe avvalorata dall'astratta riconducibilità dell'istituto degli strumenti finanziari all'associazione in partecipazione. Si tratta, però, di una conclusione che è tutt'altro che pacifica tra gli interpreti: in particolare, non condivide questa ricostruzione CIAN, Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo, *cit.*, p. 1187 e ss., secondo cui "la *ratio* della norma, coerentemente con i benefici accordati, sembra quella di garantire e imporre l'autofinanziamento dell'impresa con gli utili generati nel periodo di incubazione, al che non basterebbe la semplice, mancata corresponsione materiale ai soci di importi corrispondenti a quelli che diverrebbero comunque debiti della società, determinando l'uscita dei relativi valori dal perimetro del netto patrimoniale". Relativamente alle s.p.a., ammettono un diritto così configurato PALMIERI, La partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari *ex art.* 2346, comma 6, c.c. convertendi in azioni, nota a Tribunale di Napoli Sez. spec. Impresa, 25 febbraio 2016, *cit.*, p. 982; GIAMPIERI, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, in "Giurisprudenza Commerciale", 2011, p. 432.

Un ulteriore diritto patrimoniale astrattamente configurabile è rappresentato dal diritto alla percezione di un rendimento parametrato su un tasso di riferimento, e calcolato sul valore nominale degli strumenti finanziari stessi²⁸². Una remunerazione così concepita ricalca la struttura dell'interesse previsto nei casi di emissione di titoli di debito e per questo, verosimilmente, sarà correlata al diritto alla restituzione dell'apporto, con conseguente iscrizione a bilancio tra i debiti della società. Tuttavia ciò non impedisce di configurare ugualmente l'operazione in termini di *equity*, prevedendo, per esempio, che l'interesse (*i.e.* la remunerazione) venga corrisposto solamente nel caso in cui siano maturati degli utili (ciò implicherebbe – ovviamente – la previa approvazione del bilancio o di una situazione contabile aggiornata da cui risulti il risultato positivo d'esercizio). Come rilevato dalla dottrina “in tal caso, infatti, il credito vantato dai portatori degli SFP sarebbe collegato alla esistenza di un utile accertato e, sebbene determinato sulla base di un indice di natura finanziaria, non dovrebbe di per sé alterare la natura giuridica del titolo. Anche in questo caso, inoltre, lo statuto od il regolamento potrebbero prevedere un diritto di accrescimento spettante ai portatori di SFP ed esigibile negli esercizi successivi qualora in un esercizio l'utile accertato non sia sufficiente a soddisfare il diritto vantato”²⁸³.

Minori sono invece le limitazioni relativamente alle PMI innovative; come già si accennava, non essendo esteso anche a loro il divieto di distribuzione dell'utile, sarà attribuibile anche un vero e proprio diritto al dividendo subordinato alla previa delibera di distribuzione²⁸⁴. In questo caso è però necessario che il regolamento di emissione definisca in modo puntuale la prerogativa dello strumentista, dovendo cioè:

²⁸² Cfr. GIAMPIERI, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, *cit.*, p. 433.

²⁸³ Cfr. GIAMPIERI, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, *cit.*, p. 433 e ss.

²⁸⁴ Per le argomentazioni svolte *supra* in merito al diritto all'utile conseguito, deve ritenersi che anche per le PMI innovative sia possibile non far dipendere il diritto all'utile dalla preventiva delibera di distribuzione; da ciò deriva che le PMI innovative avranno maggiori alternative a loro disposizione.

- chiarire se costui abbia diritto ad una quota privilegiata di utili (ossia se il diritto all'utile spetti in ogni caso in cui, detratte le somme da destinare alla riserva legale e alle riserve statutarie, residui dell'ulteriore utile)²⁸⁵ oppure se il suo diritto sia condizionato alla decisione dell'assemblea di distribuire gli utili;
- indicare la percentuale di partecipazione ai dividendi del titolare degli strumenti finanziari e dei soci (i quali vedranno inevitabilmente ridursi la propria quota di utili).

Tra i diritti patrimoniali correlati all'utile d'esercizio è poi possibile riconoscere all'investitore il diritto a partecipare alla ripartizione delle riserve di patrimonio netto formate con gli utili²⁸⁶. Anche in questo caso per le start up innovative si pone un problema analogo a quello analizzato *supra*, ovvero quello della compatibilità con il divieto di distribuzione degli utili. Dato che la *ratio* del divieto di cui all'art. 25 è da rinvenirsi – presumibilmente – nella volontà del legislatore di favorire la capitalizzazione delle società innovative attraverso il mantenimento all'interno dell'impresa del *surplus* generato nel corso dell'esercizio, deve nutrirsi qualche perplessità sull'ammissibilità di un tale istituto, anche perché attraverso esso si potrebbe eludere il divieto di distribuzione degli utili²⁸⁷. Per queste ragioni è preferibile adottare un approccio prudenziale alla questione, per cui si ritiene precluso alle start up innovative il

²⁸⁵ Questa rappresenta una tecnica con cui si va a vincolare l'assemblea dei soci in sede di distribuzione degli utili; essa, dovendosi attenere a tale prescrizione, non potrà deliberare di non distribuire (o meglio, di rinviare a nuovo o di destinare ad apposita riserva) l'intero utile "residuo" (ovvero quello risultante a seguito della decurtazione delle somme destinate alla riserva legale ed alle altre riserve statutarie), essendo obbligata, in virtù del privilegio riconosciuto, a disporre la distribuzione (almeno) della quota di utili spettanti ai titolari degli strumenti finanziari.

²⁸⁶ Cfr. FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, p. 247. Per quanto riguarda un analogo diritto nelle società per azioni si veda BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), *cit.*, p. 1195; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 164 - Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 1.

²⁸⁷ Si pensi, per esempio, al caso in cui l'assemblea deliberi che gli utili netti d'esercizio siano destinati ad incrementare una riserva facoltativa; ben potrebbe accadere che nel corso dell'esercizio successivo l'assemblea si riunisca nuovamente e in questa sede deliberi la distribuzione della riserva *de qua*. È evidente come l'impiego di una tale tecnica potrebbe consentire una sostanziale elusione del divieto di cui alla lettera "e", comma due, dell'art. 25, d.l. 179/2012.

riconoscimento di un diritto patrimoniale di questo genere. Eventualmente si potrebbe prevedere che la riserva formata con gli utili sia “targata”, cioè vincolata a favore dei titolari degli strumenti finanziari, i quali ne potranno beneficiare (attraverso la distribuzione della medesima) una volta terminato il periodo d’incubazione; così facendo si garantirebbe, in un primo momento, il consolidamento patrimoniale della società, e, successivamente, la destinazione agli strumentisti degli utili accumulati in precedenza²⁸⁸.

Un ulteriore diritto in grado di remunerare l’investimento degli strumentisti, pacificamente ammesso tanto per le start up che per le PMI innovative, è rappresentato dal diritto a partecipare alla ripartizione del residuo di liquidazione²⁸⁹; anche in questo caso ci si trova di fronte ad un diritto avente carattere partecipativo, del quale il titolare dello strumento finanziario potrà avvalersi nel caso in cui la società venga messa in liquidazione (sempre che, soddisfatti tutti i creditori sociali, residui dell’attivo da distribuire)²⁹⁰.

Si potrebbe pensare, valorizzando il carattere partecipativo degli strumenti finanziari e lasciandosi ispirare dall’analogo diritto riconosciuto ai soci, che questa prerogativa sia intrinseca ad ogni emissione, con la conseguenza che la sua espressa previsione non farebbe altro che confermare un dato già esistente. In realtà è preferibile aderire alla soluzione opposta, ovvero quella per

²⁸⁸ Un aspetto che in passato era controverso riguardava la durata del divieto di distribuzione degli utili nelle start up innovative; l’interrogativo riguardava la possibilità di riconoscere al divieto *de quo* un’efficacia ultrattiva in modo da impedire che gli utili maturati (ed accantonati) nel periodo d’incubazione potessero essere successivamente distribuiti. A porre fine alla questione è intervenuto un parere del MISE (MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, Parere del 20 maggio 2016, protocollo n. 141349, in “<https://www.mise.gov.it/index.php/it/normativa/circolari-note-direttive-e-atti-di-indirizzo>”) con il quale è stato chiarito che il divieto di distribuzione degli utili riguarda unicamente il periodo precedente all’iscrizione al registro delle imprese ed il periodo d’incubazione, ben potendo la società (trascorso tale arco temporale) distribuire gli utili maturati precedentemente.

²⁸⁹ Cfr. FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, p. 247; ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 811. Il diritto *de quo* è pacificamente ammesso anche per quanto riguarda gli strumenti finanziari emessi dalle società per azioni *ex art.* 2346 c.c.; sul punto si veda MIGNONE, Commento all’art. 2346 c.c., *cit.*, p. 651; GIAMPIERI, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, *cit.*, p. 431; BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), *cit.*, p. 1196.

²⁹⁰ Si ricorda inoltre che nella ripartizione dell’attivo residuo i titolari degli strumenti finanziari, nonostante siano postergati rispetto ai creditori sociali, saranno antergati ai soci (motivo per cui questi ultimi sono denominati *residual claimants*).

la quale nulla potrà pretendere lo strumentista in sede di liquidazione della società se tale diritto non è stato espressamente previsto dal regolamento di emissione, nemmeno nel caso in cui costui benefici di un diritto all'utile (in ipotesi siffatte l'apporto dovrà essere considerato a fondo perduto)²⁹¹. A sostegno di questa tesi è ravvisabile un argomento di particolare sostanza: dato che gli interpreti riconoscono a questo diritto carattere partecipativo, se tutti gli strumenti finanziari fossero automaticamente ed implicitamente forniti del diritto al residuo di liquidazione, ogni operazione determinerebbe l'emissione di strumenti finanziari partecipativi, eliminando di fatto la categoria degli strumenti finanziari non partecipativi, conseguenza questa che si ritiene non accettabile.

Infine, il diritto alla percezione del residuo attivo di liquidazione è da ritenersi non incompatibile con il diritto all'utile; per questo le due prerogative potranno essere cumulate in capo ad un unico investitore²⁹².

6. *Segue*. Il diritto di recesso

Un peculiare diritto (avente natura mista)²⁹³ che si ritiene essere pacificamente attribuibile ai titolari degli strumenti finanziari, tanto nelle start up che nelle PMI innovative, è il diritto di recesso²⁹⁴. Si tratta di quel diritto che

²⁹¹ Cfr. BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), *cit.*, p. 1196. Questa conclusione sembra essere suffragata anche dalla giurisprudenza di merito; come si è già avuto modo di approfondire *supra*, il Tribunale di Bologna, 01/10/2020, in “DeJure”, ha affermato, seppure con riferimento al diritto al rimborso dell'apporto, che “*la dottrina ha avuto modo di precisare come lo stesso debba essere oggetto di una espressa pattuizione tra le parti, non essendo implicita, vista la rimessione all'autonomia negoziale della disciplina di tale strumento. (...) La disciplina degli SFP trova infatti fonte esclusiva nel regolamento e nello statuto, da cui si desume la natura*”. Per questo, *mutatis mutandis*, si ritiene che ove non sia pattuito espressamente il diritto al riparto dell'attivo questo non potrà ritenersi implicitamente attribuito all'investitore.

²⁹² Cfr. BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), *cit.*, p. 1196.

²⁹³ Per diritto “misto” si intende una prerogativa che presenta sia i caratteri che contraddistinguono i diritti patrimoniali che quelli che connotano i diritti amministrativi (così, *ex multis*, BARTOLACELLI, La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi, *cit.*, p. 297); dato che per il diritto di recesso si ritiene preponderante la componente patrimoniale, esso verrà trattato in questa sede.

²⁹⁴ Cfr. ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 824; SAGLIOCCA, La conversione dei crediti delle banche in strumenti di quasi-capitale quale strategia societaria per le ristrutturazioni del debito, *cit.*, p. 396 e ss.; BONATO, L'emissione di SFP a servizio della ristrutturazione: apporto, diritto di recesso e obbligo di riscatto, *cit.*, p. 572;

consente agli strumentisti, in specifici casi previsti dal regolamento di emissione, di ottenere la liquidazione dell'investimento analogamente a quanto consentito dall'art. 2473 c.c. per i soci di una società a responsabilità limitata. Tuttavia, mentre l'art. 2473 c.c. individua delle ipotesi "legali" di recesso a cui possono affiancarsi delle ipotesi "atipiche" determinate dall'autonomia statutaria (art. 2473 c.c., primo comma, primo periodo), nessuna norma regola il diritto di recesso degli strumenti finanziari.

Anzitutto, stante il silenzio della legge sul punto, gli interpreti si sono interrogati sull'*an*, ossia se vada ugualmente riconosciuto ai titolari degli strumenti finanziari il diritto di recesso anche in assenza di una specifica disposizione statutaria.

Una prima tesi si è spinta a riconoscere tale prerogativa, anche in assenza di un'espressa previsione statutaria, almeno nelle ipotesi di recesso legale²⁹⁵. Non apparirebbe, infatti, legittimo un assetto di interessi in cui il titolare degli strumenti finanziari possa essere fatto "prigioniero" della società a fronte di delibere o di altri fatti rilevanti idonei a determinare un'alterazione dei termini strutturali o teleologici dell'investimento che, invece, consentirebbero ad un socio di uscire dalla società. Questa teoria si fonda sul minor livello di rigidità dell'investimento in strumenti finanziari rispetto all'investimento di capitale; per questo, nelle circostanze in cui la legge prevede delle ipotesi inderogabili di *exit* in favore dei soci, non vi sarebbero ragioni per escludere un diritto della stessa specie a coloro che (come i titolari di strumenti finanziari) sono legati alla società da un vincolo meno intenso.

BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), *cit.*, p. 1197; GIAMPIERI, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, *cit.*, p. 436; NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 107. Il diritto *de quo*, stante l'assenza di ragioni ostative, sembra essere attribuibile tanto agli strumenti finanziari partecipativi che a quelli non partecipativi; inoltre, come si avrà modo di vedere *infra*, la sua conformazione assume una notevole importanza, in quanto può incidere sulla qualificazione giuridica ed economica degli strumenti finanziari.

²⁹⁵ Cfr. VALZER, Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni, *cit.*, p. 266.

È però maggioritario in dottrina l'orientamento (cui si ritiene di aderire) che sostiene la necessaria previsione ad opera dello statuto delle cause legittimanti il recesso, non essendo estendibile, in assenza di un'apposita previsione del regolamento di emissione, la norma codicistica che disciplina il recesso dei soci²⁹⁶. L'argomento su cui tale conclusione si fonda è da rinvenirsi nell'assenza di un obbligo di riconoscere il diritto di recesso agli strumentisti, ben potendo l'emissione non attribuire questa prerogativa agli investitori; al contempo, nel caso in cui il diritto di recesso fosse previsto dal regolamento di emissione, la società emittente potrebbe anche non riconoscerlo nelle ipotesi di recesso legale previste dall'art. 2473 c.c.²⁹⁷ Si tratta quindi di un aspetto che può considerarsi rimesso totalmente all'autonomia privata, non essendo ravvisabili limiti o imposizioni ad essa.

Per le ragioni sopra esposte, quindi, ove venga pattuito il diritto di recesso, spetterà alle parti determinare i casi in cui esso può essere esercitato, ben potendosi attingere, oltre che alle ipotesi previste dalla disciplina legale, anche alla fantasia degli interpreti in modo da meglio valorizzare le reciproche esigenze²⁹⁸. In particolare, il diritto *de quo* rappresenta uno strumento in grado di tutelare l'investitore per il caso in cui la società non rispetti le direttrici di sviluppo dell'attività economica concordate nel corso delle trattative: sarà così possibile pattuire come causa di recesso la predisposizione da parte dell'organo

²⁹⁶ Cfr. ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 824; SAGLIOCCA, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di partecipazione attiva al governo delle società per azioni, *cit.*, p. 344 e ss.; BARTOLACELLI, La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi, *cit.*, p. 300 e ss.; GIAMPIERI, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, *cit.*, p. 436 e ss.; NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 107, nota 156. Come sottolineato da un Autore (BARTOLACELLI, La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi, *cit.*, p. 300 e ss.), considerato il carattere eminentemente contrattuale dell'operazione, "ove lo statuto nulla preveda, si dovrà ritenere applicabile la disciplina generale dei contratti e, segnatamente, l'art. 1373 c.c.", con la conseguenza che "l'unico caso in cui, silente lo statuto, si potrà discorrere di recesso del titolare di strumenti partecipativi sarà ove non sia stato apposto un termine al rapporto intercorrente tra esso e la società".

²⁹⁷ Cfr. SAGLIOCCA, La conversione dei crediti delle banche in strumenti di quasi-capitale quale strategia societaria per le ristrutturazioni del debito, *cit.*, p. 398 e ss.; NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 107, nota 155.

²⁹⁸ L'individuazione delle cause di recesso, essendo rimessa all'autonomia privata, sarà il riflesso della forza contrattuale delle parti.

amministrativo di un progetto di fusione prima che sia decorso un certo lasso di tempo oppure la decisione di ricorrere in misura eccessiva all'indebitamento²⁹⁹.

Questa libertà riconosciuta all'autonomia privata in relazione al diritto di recesso si estende anche alla determinazione dei criteri e della procedura di liquidazione; le parti potranno limitarsi a richiamare la procedura prevista dall'art. 2473 c.c., così come potranno introdurre dei correttivi alla disciplina legale al fine di temperare la dipendenza dal valore di mercato della somma percepibile dall'investitore recedente³⁰⁰.

Un diritto di questa specie potrebbe far sorgere il dubbio sull'idoneità ad escludere lo strumentista dalla partecipazione al rischio d'impresa, e se esso possa determinare una (ri)qualificazione dello strumento finanziario in termini di strumento di debito. La risposta è diversa a seconda delle ipotesi di recesso che vengono in considerazione; infatti, come ricordato in dottrina, possono individuarsi tre differenti configurazioni: il recesso *ad nutum*, il recesso originato da eventi che sono sotto il controllo o nella disponibilità della società emittente ed il recesso originato da eventi non governabili né dalla società emittente, né dal singolo investitore³⁰¹.

Gli interpreti ritengono che nei casi in cui venga pattuito un diritto di recesso *ad nutum* l'operazione vada qualificata in termini di debito, con tutte le

²⁹⁹ Come sottolineato da GIAMPIERI, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, *cit.*, p. 437, è concreto il rischio che attraverso il diritto di recesso i titolari degli strumenti finanziari siano nelle condizioni di poter minacciare e ricattare la società, motivo per il quale assume un ruolo centrale la corretta e precisa definizione delle cause di recesso.

³⁰⁰ Cfr. GIAMPIERI, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, *cit.*, p. 437, nota 71, il quale propone il seguente esempio "si immagini che il recesso venga esercitato proprio per l'avvenuta assunzione di ulteriore debito e che il valore di liquidazione concordato non debba tener conto in alcun modo della posizione finanziaria della società emittente (ovvero anche della società acquisita) e che debba tenersi conto degli elementi reddituali non ancora verificatisi".

³⁰¹ Cfr. TARABUSI, Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?, in "Giurisprudenza Commerciale", 2007, p. 478 e ss. L'Autore fa degli esempi per ciascuna delle tre fattispecie: il recesso *ad nutum* è quello esercitabile, per esempio, nei casi in cui la società è costituita a tempo indeterminato (art. 2473 c.c., comma 2); il recesso dipendente da eventi nella disponibilità dell'emittente è quello correlato alle decisioni degli organi deliberativi della società (*i.e.* assemblea e organo amministrativo); il recesso originato da eventi non governabili né dall'emittente, né dal singolo investitore è quello, per esempio, previsto dall'art. 2497-*quater* c.c.

conseguenze a livello di disciplina e di bilancio cui la fattispecie andrà incontro³⁰²; questa conclusione merita di essere condivisa, in quanto, grazie ad un diritto così strutturato, l'investitore potrà disinvestire in ogni momento, recuperando, se non tutto, almeno una parte dell'investimento posto in essere. Di fatto, a livello giuridico-contabile, è come se si introducesse una sorta di obbligo di rimborso³⁰³.

Ad una soluzione analoga si giunge anche per il diritto di recesso dipendente da eventi non governabili (terza ipotesi)³⁰⁴; un Autore ritiene però che ove questi strumenti siano considerabili “genuinamente partecipativi”, l'apporto andrà iscritto a patrimonio netto e non tra i debiti della società³⁰⁵.

Quanto invece alla seconda ipotesi, si ritiene che il riconoscimento del diritto di recesso ai titolari degli strumenti finanziari non sia idoneo ad alterare la configurazione dell'investimento in strumenti di *equity*³⁰⁶. La mera pattuizione di un diritto di questa specie non è, infatti, in grado né di esonerare gli strumentisti dalla condivisione del rischio d'impresa, né di determinare un'iscrizione tra i debiti della società dell'investimento, in quanto un diritto analogo è riconosciuto *ex lege* anche ai soci, ovvero a coloro che per definizione partecipano al rischio d'impresa. Inoltre, a differenza degli altri casi, qui la società emittente potrà

³⁰² Cfr. SAGLIOCCA, La conversione dei crediti delle banche in strumenti di quasi-capitale quale strategia societaria per le ristrutturazioni del debito, *cit.*, p. 400; BONATO, L'emissione di SFP a servizio della ristrutturazione: apporto, diritto di recesso e obbligo di riscatto, *cit.*, p. 572; TARABUSI, Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?, *cit.*, p. 479. Si rimanda ai capitoli precedenti per l'analisi delle conseguenze derivanti dalla qualificazione in termini di debito dell'operazione.

³⁰³ Ovviamente, ciò dipenderà dal procedimento di liquidazione che verrà pattuito dalle parti.

³⁰⁴ Cfr. SAGLIOCCA, La conversione dei crediti delle banche in strumenti di quasi-capitale quale strategia societaria per le ristrutturazioni del debito, *cit.*, p. 400; BONATO, L'emissione di SFP a servizio della ristrutturazione: apporto, diritto di recesso e obbligo di riscatto, *cit.*, p. 572 e ss.; TARABUSI, Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?, *cit.*, p. 479.

³⁰⁵ Cfr. TARABUSI, Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?, in “Giurisprudenza Commerciale”, 2007, p. 482. L'Autore per strumenti “genuinamente partecipativi” intende quelli che comprendono “il diritto ad una parte proporzionale del risultato economico e/o dell'attivo netto di liquidazione”. Per ulteriori approfondimenti della questione si rinvia a pagina 457 e ss. del contributo citato.

³⁰⁶ Cfr. TARABUSI, Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?, *cit.*, p. 479.

eliminare la causa legittimante il recesso attraverso la revoca dell'atto che fonda l'esercizio del diritto³⁰⁷.

In ragione di quanto visto, il diritto di recesso può essere considerato come una delle possibili vie per consentire al titolare degli strumenti finanziari di procedere al disinvestimento. È però altresì evidente come questa strategia di *exit* abbia carattere di *extrema ratio*, non costituendo la modalità preferibile per “uscire” dalla società; ciò è dovuto a diverse ragioni, tra cui la necessaria sussistenza di uno degli eventi determinanti il recesso (i quali – normalmente – sono connessi ad eventi di carattere straordinario), la complessità del processo di liquidazione e la capacità finanziaria della società di rimborsare l'investimento³⁰⁸. Per questo deve ritenersi che il diritto di recesso rappresenti una prerogativa che integra e completa gli strumenti di tutela a disposizione dell'investitore, non essendo in grado da sola di offrire a costui adeguate soluzioni per garantire il recupero dell'investimento realizzato³⁰⁹.

7. Segue. I diritti patrimoniali “minori” (il diritto di conversione, il diritto di opzione ed il diritto di prelazione)

Oltre ai diritti patrimoniali che potremmo definire in un certo senso “tradizionali” (ovvero quelli correlati all'utile e al diritto a partecipare alla liquidazione), la dottrina ha elaborato delle ulteriori prerogative che possono essere riconosciute ai titolari degli strumenti finanziari; meritano un approfondimento in particolare il diritto di conversione in quote (e in altri

³⁰⁷ Il meccanismo appena descritto è quello previsto dall'art. 2473 c.c., comma cinque, il quale consente alla società (*i.e.* agli organi sociali) di impedire, anche a posteriori, l'esercizio del diritto di recesso da parte di un socio; ragionevolmente però esso è applicabile anche agli strumenti finanziari. Alcune perplessità affiorano per il caso in cui difetti un'espressa previsione statutaria che contempra tale meccanismo; dato che la norma recepisce una regola che ha un fondamento logico, si deve ritenere che anche nel caso in cui l'autonomia privata non abbia inserito una clausola di questo tenore nel regolamento di emissione il recesso sarà ugualmente inefficace se la causa dello stesso è venuta meno.

³⁰⁸ Per ulteriori riflessioni sul diritto di recesso come modalità di disinvestimento si rinvia al capitolo successivo.

³⁰⁹ Si segnala, infine, per sottolineare il carattere residuale di questa prerogativa, che nei regolamenti di emissione che si è avuto modo di consultare questa prerogativa non sempre è presente.

strumenti finanziari), il diritto di opzione ed il diritto di prelazione in caso di cessione degli strumenti finanziari.

Tra i diritti patrimoniali “minori” quello che desta maggiore interesse è senza dubbio il diritto di conversione. Si tratta di una prerogativa generalmente ammessa in dottrina tanto per le s.r.l. che per le s.p.a., e consente ai titolari degli strumenti finanziari di convertire gli strumenti finanziari in *equity* (ovvero, rispettivamente, in quote oppure in azioni)³¹⁰. La soluzione positiva circa l’ammissibilità di tale diritto è da ritenersi consolidata in dottrina, essendo stata sostenuta sin dall’introduzione dell’istituto degli strumenti finanziari nel Codice civile; ciò dipende anche dal fatto che l’unico diritto (sia tra quelli patrimoniali che tra quelli amministrativi) ad essere stato menzionato nella relazione alla Riforma del 2003 è proprio quello legittimante la conversione in capitale degli strumenti finanziari³¹¹. Grazie ad esso è possibile strutturare l’operazione in modo da far evolvere nel tempo l’investimento originariamente effettuato, con la

³¹⁰ Cfr. FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, p. 247; ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 811; AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital* e la nuova s.r.l., in “Orizzonti del Diritto Commerciale”, 2020, p. 409 e ss.; GUIZZARDI, La s.r.l. innovativa, *cit.*, p. 86; BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), *cit.*, p. 1198; VALZER, Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni, *cit.*, p. 260 e ss.; GIAMPIERI, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, *cit.*, p. 438; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 166 - Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni (artt. 2346, comma 6, c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, p. 1; CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, massima n. 69/2018 - Strumenti finanziari partecipativi e disciplina statutaria della incidenza delle perdite, in “www.consiglionotarilefirenze.it”; TOMBARI, Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni, studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 5571/I, approvato dalla Commissione Studi d’Impresa il 25 febbraio 2005, in “www.notariato.it”, p. 11. Anche la giurisprudenza sembra aver ammesso il diritto di conversione in capitale degli strumenti finanziari; sul punto si veda Tribunale sez. spec. Impresa - Napoli, 25/02/2016, in “DeJure”. Chiarito l’aspetto della legittimità degli strumenti convertibili, le modalità operative del diritto di conversione in quote verranno approfondite nel capitolo successivo.

³¹¹ Cfr. RELAZIONE AL D.LGS. 17 GENNAIO 2003, N. 6, in “https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/downloads/2010/12/Relazione-d.lgs_-6_2003.pdf”, p. 4, in cui si prevede testualmente che “*si è espressamente ammessa la possibilità che in tal caso, fermo rimanendo il divieto di loro imputazione a capitale, siano emessi strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o partecipativi (...) Ovviamente si apre così un ampio spazio per l’autonomia statutaria per definire i diritti spettanti ai possessori dei suddetti strumenti finanziari, i quali potranno essere i più vari e comprendere pertanto anche il diritto di conversione in altri strumenti finanziari o in partecipazioni azionarie*”.

conseguenza che questo (a seguito della conversione) vedrà mutare la sua natura diventando un vero e proprio investimento in *equity*³¹². In altri termini, un soggetto che ha investito nella società in veste di semplice terzo assumerà, decorso un certo lasso temporale oppure al verificarsi di determinati eventi, la qualifica di socio³¹³.

L'ammissibilità del diritto di conversione in quote (in ragione dell'idoneità di questa prerogativa a far acquisire la qualifica di socio) apre però ad un problema, ovvero quello relativo all'attribuzione ai titolari degli strumenti finanziari convertibili del diritto di sottoscrizione in caso di aumento di capitale. Si tratta di una situazione analoga a quella ricavabile dal disposto del comma uno, dell'art. 2441 c.c. per i titolari delle obbligazioni convertibili; la norma, al secondo periodo, prevede che *“se vi sono obbligazioni convertibili il diritto di opzione spetta anche ai possessori di queste, in concorso con i soci, sulla base del rapporto di cambio”*. Considerata l'omogeneità strutturale tra i due istituti, si ritiene che la norma *de qua* debba essere applicata in via analogica anche nei casi in cui il diritto di convertire l'investimento in *equity* derivi da degli strumenti finanziari³¹⁴. Si tratta di un'affermazione di non poco conto che sembra però essere inevitabile, in quanto si fonda sulla *ratio* dell'art. 2411 c.c., la quale risponde all'esigenza di tutelare soci e futuri soci negli aumenti di capitale.

Nonostante l'apparente linearità della questione, si deve segnalare come la Corte di Giustizia dell'Unione Europea, con la sentenza n. 338 del 18 dicembre 2008 (C- 338/2006), abbia dichiarato l'illegittimità (per violazione del diritto

³¹² A livello contabile verranno “girate” le somme necessarie per la conversione dalla riserva SFP al capitale sociale; la consistenza del patrimonio netto rimarrà perciò la medesima.

³¹³ Deve ritenersi ammissibile l'incorporazione del diritto di conversione oltre che negli strumenti di quasi-*equity* anche negli strumenti di debito, ovvero quelli che riconoscono il diritto al rimborso dell'apporto. Questa conclusione è suffragata dalla possibilità per le s.r.l. di emettere titoli di debito convertibili, motivo per cui deve ritenersi che non sussista alcuna incompatibilità tra il carattere di debito dello strumento ed il diritto di conversione (in questo senso CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 166 - Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni (art. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 2).

³¹⁴ Cfr. ABRIANI, Le azioni e gli altri strumenti finanziari, *cit.*, p. 342; NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 108 e ss.; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 166 - Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni (art. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 5. Sostenere l'applicazione analogica dell'art. 2441 c.c. significa riconoscere che il diritto di sottoscrizione spetterà agli strumentisti anche in assenza di una specifica disposizione statutaria in questo senso.

dell'Unione Europea) di una norma dell'ordinamento spagnolo che, negli stessi termini dell'art. 2441 c.c., riconosceva il diritto d'opzione ai titolari delle obbligazioni convertibili³¹⁵. Posto che già il precedente della CGUE è idoneo a minare la legittimità dell'art. 2441 c.c. (e quindi il diritto di sottoscrizione dei titolari di strumenti finanziari convertibili), ove la Corte di Giustizia lo ritenesse – con una pronuncia *ad hoc* – contrastante con il diritto europeo, a valanga, sarebbe travolto anche il diritto di sottoscrizione correlato agli strumenti convertibili³¹⁶.

Il diritto di sottoscrizione (*rectius*: opzione) rappresenta solamente uno degli strumenti di tutela legale che proteggono i titolari delle obbligazioni convertibili; è perciò necessario chiedersi se, nonostante il silenzio del legislatore, anche le altre tutele attribuite a costoro dal legislatore vadano estese ai titolari degli strumenti finanziari convertibili (o convertendi). Ci si riferisce, in particolare, a quanto previsto dall'articolo 2420-*bis* c.c., comma quattro, in tema di conversione anticipata delle obbligazioni in caso di riduzione volontaria del capitale sociale e di modificazioni sulla ripartizione degli utili, dall'articolo 2420-*bis* c.c., comma cinque, in relazione all'adeguamento del rapporto di cambio nei casi di aumento nominale e riduzione per perdite del capitale sociale e dall'articolo 2503-*bis* c.c., commi due e tre, per la tutela dei titolari di obbligazioni convertibili nei casi di fusione e scissione (la quale assume rilevanza

³¹⁵ Cfr. Corte giustizia UE sez. I - 18/12/2008, n. 338, in "DeJure". La Corte con questa pronuncia ha affermato che *"si deve necessariamente rilevare che dal tenore dello stesso articolo [ovvero l'art. 29 della seconda direttiva del Consiglio 13 dicembre 1976, 77/91/CEE] l'offerta è rivolta non agli uni e agli altri simultaneamente [ovvero agli azionisti e agli obbligazionisti], bensì "in opzione" agli azionisti. Pertanto, solamente nella misura in cui gli azionisti non abbiano esercitato il loro diritto di opzione, le azioni ed obbligazioni possono essere offerte agli altri acquirenti, tra i quali figurano segnatamente i detentori di obbligazioni convertibili in azioni. Del resto, se il legislatore avesse voluto estendere a questi ultimi il diritto di opzione de quo, lo avrebbe fatto espressamente. (...) Una delle finalità della seconda direttiva consiste nel garantire una tutela più efficace degli azionisti, consentendo loro di evitare, in caso di aumento di capitale, la diluizione della parte di capitale rappresentata dalla loro partecipazione. (...) Orbene, è evidente che la realizzazione di tale obiettivo risulterebbe compromessa se tali nuovi titoli potessero essere parimenti offerti in opzione ad una categoria di acquirenti diversa da quella degli azionisti, vale a dire i detentori di obbligazioni convertibili in azioni"*.

³¹⁶ Per ulteriori considerazioni sulla questione si rinvia, oltre che al capitolo successivo, a GINEVRA, Le azioni. Creazione ed estinzione, in "Diritto commerciale, vol. III", a cura di M. Cian, G. Giappichelli, 2020, Torino, p. 278 e a SPERANZIN, Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l., G. Giappichelli, Torino, 2012, p. 18 e ss.

in virtù dell'ultimo comma dell'art. 2506-ter c.c.). In virtù delle conclusioni cui si è giunti per il diritto di sottoscrizione e della finalità di queste prerogative deve ritenersi che beneficino di esse di *default* anche agli strumenti finanziari convertibili e convertendi³¹⁷. È ugualmente opportuno però, stante l'assoluto silenzio del legislatore, che le parti prendano in considerazione questo problema al momento della redazione del regolamento di emissione e dettino delle specifiche disposizioni in modo da fugare ogni dubbio.

Sembrerebbe ipotizzabile inoltre, in virtù del contenuto della relazione al d.lgs. 6/2003, anche un diritto di conversione degli strumenti finanziari in altri strumenti finanziari; un tale diritto potrebbe avere ragione di esistere nei casi in cui, dopo una prima emissione, la società intenda collocare dei nuovi strumenti finanziari, muniti, per esempio, di diritti e caratteristiche diverse, ritenendo però opportuno, allo stesso tempo, procedere al ritiro dal mercato di quelli già emessi. I vecchi strumentisti, si ipotizza, potrebbero essere incentivati ad effettuare la conversione ove essa consenta loro di ottenere una quantità maggiore (o qualitativamente migliore) di strumenti finanziari; allo stesso tempo la società emittente – per effetto della conversione – vedrebbe estinguersi i vecchi strumenti finanziari, realizzando l'obiettivo prefissatosi con la nuova emissione.

La dottrina considera poi ammissibile il riconoscimento ai titolari degli strumenti finanziari del diritto di opzione da esercitarsi qualora vengano emessi degli ulteriori strumenti finanziari³¹⁸; mediante tale prerogativa si consentirà ai titolari degli strumenti finanziari che volessero incrementare il *quantum* dell'investimento in società di sottoscrivere, con preferenza rispetto ad altri

³¹⁷ Quelle enunciate sono tutele che hanno come obiettivo quello di garantire il rispetto dei termini di conversione originariamente decisi; per questo sarebbe fortemente illogico riconoscere agli strumentisti il diritto di sottoscrizione e non anche queste prerogative difensive, considerato che esse sono volte a salvaguardare la posizione del loro titolare nei casi di modifiche alla struttura societaria idonee ad influire sull'operazione che è stata realizzata.

³¹⁸ Cfr. ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 812; MIGNONE, Commento all'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 651; SAGLIOCCA, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di partecipazione attiva al governo delle società per azioni, *cit.*, p. 345; TOMBARI, Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni, *cit.*, p. 7. A dire il vero il diritto d'opzione è un diritto *sui generis*, non essendo riconducibile propriamente né alla categoria dei diritti patrimoniali né a quella dei diritti amministrativi. Si ritiene per questo preferibile configurarlo come diritto di tipo "misto" (così MIGNONE, Commento all'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 651).

soggetti, i nuovi titoli. A differenza dell'ipotesi da ultimo menzionata (ovvero quella della conversione in altri strumenti finanziari), il diritto d'opzione consentirà allo strumentista di conservare la titolarità degli strumenti finanziari oggetto della precedente emissione, con la conseguenza che se sceglierà di avvalersi di tale prerogativa si aggiungeranno agli strumenti finanziari già posseduti quelli sottoscritti in occasione della nuova emissione. Così facendo potrà, per esempio, incrementare la propria quota di partecipazione agli utili ed il proprio peso nell'assemblea speciale degli strumentisti.

Vi è però un ultimo aspetto del diritto d'opzione da analizzare: esso riguarda il possibile concorso tra il medesimo ed il diritto di sottoscrizione dei soci *ex art. 2481-bis*; in sostanza, la questione attiene all'estensione del diritto d'opzione: è cioè possibile che mediante tale prerogativa l'investitore possa sottoscrivere una parte dell'aumento di capitale sociale, analogamente a quanto consentito dal diritto di sottoscrizione per i soci?³¹⁹ È titolare, cioè, di un diritto di "opzionare" una parte dell'aumento di capitale? La dottrina prevalente propende per una soluzione negativa al quesito al fine di salvaguardare il diritto di sottoscrizione dei soci³²⁰. Se a livello generale è questa la soluzione da preferire, si potrebbe ammettere la convivenza tra un diritto così configurato ed il diritto di sottoscrizione dei soci a condizione che l'opzione degli strumentisti

³¹⁹ Apparentemente si potrebbe pensare che questa sia una situazione analoga a quella esposta *supra* con riferimento al diritto di sottoscrizione; in realtà le due fattispecie di base sono diverse perché mentre poc'anzi si faceva riferimento ai titolari di strumenti finanziari convertibili e convertendi (e quindi a strumenti finanziari incorporanti un diritto di conversione), qui si prendono in considerazione le emissioni che non contemplanò il meccanismo della conversione in *equity*. In ragione di questa eterogeneità strutturale si rende necessario un supplemento d'indagine per comprendere se anche nei casi in cui gli strumenti finanziari non sono convertibili debba essere riconosciuto agli strumentisti il diritto di sottoscrivere una parte dell'aumento di capitale.

³²⁰ Così, seppur con riferimento al diritto di opzione nelle società per azioni, SAGLIOCCA, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di partecipazione attiva al governo delle società per azioni, *cit.*, p. 345 e ss.; NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 107 e ss. Esclude la possibilità di attribuire il diritto di sottoscrizione a soggetti che non siano soci SPERANZIN, Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l., *cit.*, p. 17 e ss.; si tratta di una conclusione naturale, in quanto (come ricordato dall'Autore a pagina 32) "nella s.r.l. il socio vanta un diritto indisponibile alla conservazione della percentuale di partecipazione al capitale sociale" e "il diritto di sottoscrizione rappresenta (...) un fondamentale diritto partecipativo del socio, volto a salvaguardare l'equilibrio instaurato tra le parti nel contratto sociale".

riguardi esclusivamente l'inoptato. Così congegnato, il diritto di opzione degli strumentisti lascerebbe impregiudicato il diritto di sottoscrizione spettante ai soci, consentendo all'assemblea di decidere di volta in volta, *ex art. 2481-bis c.c.*, comma due, le sorti della parte dell'aumento di capitale non sottoscritta³²¹.

Infine, non sembrano sussistere ragioni che ostino al riconoscimento ai titolari degli strumenti finanziari di un diritto di prelazione esercitabile nel caso in cui uno o più di costoro intenda trasferire i propri (sempre che il regolamento di emissione ne consenta la circolazione)³²²; così facendo l'investitore potrà incrementare il proprio investimento in società, cumulando una quantità maggiore di prerogative³²³ e, al contempo, si faciliterà la liquidazione dell'investimento dell'altro strumentista³²⁴.

³²¹ L'art. 2481-*bis* c.c., comma due, ultimo periodo, prevede infatti che *“la decisione può anche consentire, disciplinandone le modalità, che la parte dell'aumento di capitale non sottoscritta da uno o più soci sia sottoscritta dagli altri soci o da terzi”*; proprio perché l'assemblea dei soci, con la decisione di aumento del capitale sociale, può determinare le sorti dell'inoptato consentendo addirittura a terzi – oltre che agli altri soci – di sottoscrivere quanto non sottoscritto in prima battuta dai soci, non sembrano esserci ragioni che impediscano *tout court* il riconoscimento del diritto d'opzione ai titolari degli strumenti finanziari in caso di aumento reale del capitale sociale. Di fatto però non si può non rilevare come questa prerogativa non si sostanzia in un vero e proprio diritto d'opzione: essa (per meglio dire) consiste nel riconoscimento ad uno specifico terzo di una sorta di preferenza a sottoscrivere la parte dell'aumento del capitale sociale che non è stata sottoscritta dai soci.

³²² In relazione alle start up innovative, nonostante la dottrina non si sia occupata *ex professo* della questione, l'ammissibilità di un tale diritto può essere ricavata dal fatto che si tende ad ammettere una prerogativa di questo genere nell'ambito dei diritti particolari dei soci *ex art. 2468 c.c.*, comma tre (così GUGLIELMO, SILVA, studio n. 242-2011/I - I diritti particolari del socio - Ambito oggettivo di applicazione e fattispecie, *cit.*, p. 11).

³²³ Aumenterà, per esempio, la percentuale del diritto all'utile o alla ripartizione dell'attivo di liquidazione, così come avrà maggior peso in termini di voto all'interno dell'assemblea speciale dei titolari degli strumenti finanziari.

³²⁴ Così SAGLIOCCA, La conversione dei crediti delle banche in strumenti di quasi-capitale quale strategia societaria per le ristrutturazioni del debito, *cit.*, p. 399, il quale con riferimento alla procedura di liquidazione dello strumentista recedente ritiene che lo statuto dell'emittente possa valutare *“la convenienza e l'opportunità di una tecnica di liquidazione del valore della partecipazione finanziaria che ne faccia gravare il peso sulle casse sociali solo dopo aver infruttuosamente sollecitato la compagine sociale piuttosto che i terzi. Pertanto, sono certamente ipotizzabili meccanismi di offerta in opzione degli strumenti finanziari partecipativi ai soci ma, anche, agli altri strumentisti non recedenti (probabilmente in subordine all'opzione agli azionisti), realizzandosi, in questo modo, l'opzionale collocazione presso terzi prevista dalla disciplina legale di cui al terzo comma dell'art. 2437- quater c.c.”*.

8. I diritti amministrativi attribuibili all'investitore in SFP: il diritto di voto

Quanto ai diritti amministrativi, la prima (e forse maggiormente controversa) prerogativa che merita di essere presa in considerazione è quella rappresentata dal diritto di voto. Come si è già avuto modo di ricordare, l'art. 26 esclude dal novero dei diritti attribuibili il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli articoli 2479 e 2479-bis c.c.; la dottrina che ha affrontato la questione sotto la prospettiva delle s.r.l. innovative sembra però propensa ad ammettere ugualmente un diritto di questo genere³²⁵.

Tale conclusione pare essere suffragata da due argomenti. Il primo, di carattere testuale, risulta da una lettura a contrario del divieto posto dall'art. 26; dato che la norma vieta il voto nell'assemblea generale, non c'è ragione per escludere il voto su specifici argomenti predeterminati dallo statuto³²⁶. Il secondo, di carattere sistematico, si fonda su un'interpretazione analogica dell'art. 2351 c.c., quinto comma; la norma, che consente (nelle s.p.a.) l'emissione di strumenti partecipativi "*dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati*", come si è già avuto modo di argomentare nel primo capitolo, può ritenersi applicabile (per l'appunto, in via analogica) anche alle s.r.l. innovative non essendovi ragioni che impediscano una tale conclusione³²⁷. Come ricordato da un Autore, "il diritto di voto su particolari argomenti non sembrerebbe generare attriti con tale sistema [ovvero quello delle start up innovative]. Sia esso da intendere come voto integrante quello dei soci – nella misura fissata dall'atto costitutivo – o come voto da esprimersi in un'assemblea di categoria (alla quale verrebbe allora accordato un potere di veto sulle decisioni dei soci), secondo il ben noto dilemma ancora non sciolto nelle s.p.a., la

³²⁵ Cfr. FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, p. 229; ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 819; CIAN, Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo, *cit.*, p. 1193.

³²⁶ Cfr. FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, p. 229.

³²⁷ Cfr. ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 819; CIAN, Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo, *cit.*, p. 1193.

prerogativa parrebbe compatibile con le regole che presidiano l'adozione degli atti di competenza dei soci"³²⁸.

Chiarito l'aspetto relativo alla legittimità dell'attribuzione del diritto di voto, tra gli interpreti ci si interroga su quale sia la sede e quali siano le modalità per il suo esercizio³²⁹.

Quanto al primo ordine di questioni, un orientamento dottrinale (formatosi con specifico riferimento agli strumenti finanziari delle s.p.a., ma ragionevolmente estendibile anche alle s.r.l.) ritiene che gli strumentisti possano esercitare il loro diritto di voto esclusivamente in un'assemblea separata, in quanto il divieto di voto nell'assemblea generale posto dall'art. 2346 c.c. (replicato dal d.l. 179/2012 mediante il richiamo degli articoli 2479 e 2479-bis) andrebbe inteso come divieto di esercitare tale prerogativa nel medesimo luogo in cui essa viene esercitata dagli azionisti³³⁰. Secondo i notai milanesi una tale interpretazione, oltre che per motivi di carattere sistematico, è da preferirsi perché in grado di preservare *“una concezione dell'assemblea generale come luogo di formazione di decisioni imputabili esclusivamente ai soci (o comunque a coloro che vantano diritti sulle azioni), evitando il rischio che tali decisioni vengano adottate senza il consenso necessario e sufficiente degli azionisti, come potrebbe*

³²⁸ Cfr. CIAN, Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo, *cit.*, p. 1193.

³²⁹ Si tratta di tematiche controverse anche nelle s.p.a.

³³⁰ Cfr. GINEVRA, Gli strumenti finanziari diversi da azioni e obbligazioni, *cit.*, p. 388 e ss.; MIGNONE, Commento all'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 654; LIBONATI, I «nuovi» strumenti finanziari partecipativi, in “Rivista del Diritto Commerciale”, 2007, p. 6 e ss.; LAMANDINI, Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni, in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 2003, p. 524; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 167 - Diritto di voto degli strumenti finanziari partecipativi (artt. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c.), *cit.*, p. 1; TOMBARI, Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni, *cit.*, p. 8. Una tale ricostruzione sembra essere suffragata anche dalla relazione al d.lgs. 17 GENNAIO 2003, N. 6 (p. 118) la quale afferma che *“d'altra parte, al fine nuovamente di evitare problemi applicativi di non agevole soluzione, si è precisato che gli strumenti finanziari in questione possono conferire tutti i diritti partecipativi escluso quello del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti. Ciò appare necessario in quanto, data la particolarità di tali strumenti finanziari, ne potrebbero derivare molteplici incertezze e conseguenti ragioni di instabilità per il funzionamento dell'assemblea; e ne potrebbero derivare ragioni di incertezza sistematica, fonti di imprevedibili esiti interpretativi, in merito alla stessa nozione di partecipazione azionaria”*.

verificarsi se una data deliberazione si reggesse sul preponderante voto dei titolari di s.f.p.”³³¹.

Non mancano però opinioni di segno opposto, con le quali si sostiene che il divieto di voto dovrebbe essere concepito in modo da consentire ai titolari degli strumenti finanziari di esercitare il diritto di voto nell’assemblea degli azionisti; infatti, la previsione normativa andrebbe intesa come finalizzata ad impedire un voto generale, ovvero su tutte le materie³³². Nella (citata) massima H.J.1, il Consiglio Notarile delle Tre Venezie ha avuto modo di affermare che *“qualora gli strumenti finanziari siano dotati del diritto di voto su argomenti specificatamente indicati, normalmente devoluti alla competenza dell’assemblea dei soci (ad esempio la modifica dell’oggetto sociale), detto diritto di voto viene esercitato nell’assemblea dei soci all’uopo convocata e non in un’assemblea speciale. Infatti la previsione del comma 6 dell’art. 2346 c.c., che vieta la possibilità di emettere strumenti finanziari aventi diritto di voto nell’assemblea generale degli azionisti, deve essere interpretata come divieto di abbinare agli strumenti finanziari il diritto di voto “generale” e non anche come divieto di esercitare nell’assemblea generale degli azionisti il diritto di voto “speciale” eventualmente attribuito ai sensi del comma 5 dell’art. 2351 c.c.*”³³³.

Nonostante la tesi da ultimo citata appaia suggestiva, in ragione degli argomenti a sostegno dalle due teorie prese in considerazione, deve ritenersi preferibile aderire al primo orientamento, ovvero quello che ritiene che il voto

³³¹ CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 167 - Diritto di voto degli strumenti finanziari partecipativi (artt. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c.), *cit.*, p. 2. Sempre secondo il Consiglio Notarile di Milano un ulteriore argomento andrebbe rinvenuto *“nella formulazione letterale della norma [i.e. l’art. 2346 c.c.] che pone il divieto di voto nell’assemblea generale in quanto tale, a prescindere dalle materie di relativa competenza”*.

³³² Cfr. VALZER, Commento all’art. 2346 c.c., comma sesto, in *“Le società per azioni. Codice civile e norme complementari”*, diretto da P. Abbadessa e G. Portale, tomo I, Giuffrè, Milano, 2016, p. 500; BARTOLACELLI, La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi, *cit.*, p. 254 e ss.; SIGNORELLI, Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi, Giuffrè, Milano, 2006, p. 86; COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima H.J.1 - Esercizio di voto degli strumenti finanziari, in *“www.notaitriveneto.it”*, p. 1.

³³³ COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima H.J.1 - Esercizio di voto degli strumenti finanziari, *cit.*, p. 1.

degli strumentisti debba essere esercitato in un'assemblea separata³³⁴. Ne consegue che questa prerogativa astrattamente riconoscibile ai titolari degli strumenti finanziari, finisce per essere fortemente ridimensionata in virtù degli stretti margini in cui ne è consentita l'operatività.

Rimane poi da comprendere quale possa essere in concreto la rilevanza di un voto così espresso; spunti utili per individuare la soluzione applicabile alle s.r.l. innovative possono essere rinvenuti nelle riflessioni svolte dal Consiglio Notarile di Milano in ordine alla locuzione “*argomenti specificamente indicati*” utilizzata, in materia di s.p.a., dall'art. 2351 c.c., comma cinque³³⁵. Per le considerazioni ivi svolte, deve ritenersi che la modalità per eccellenza attraverso cui si manifesterà il diritto di voto degli strumentisti sarà quella dell'autorizzazione, con la conseguenza che si finirà per riconoscere in capo ai titolari degli strumenti finanziari un vero e proprio diritto di veto³³⁶. Come però hanno avuto modo di notare sempre i notai milanesi, esso dovrà ritenersi sottoposto ad un importante limite, ovvero quello degli “*argomenti specificamente indicati*” dallo statuto, in quanto altrimenti il diritto di voto degli

³³⁴ Questa è la conclusione che si reputa preferibile soprattutto a livello sistematico, in quanto valorizza maggiormente quella che sembra essere la *ratio* della norma, ovvero la necessità che il voto dei titolari degli strumenti finanziari non sia equiparato a quello dei soci. A ciò si aggiunga che questa soluzione sembra preferibile anche a livello empirico, al fine di evitare (come ricordato dal Consiglio Notarile di Milano nella massima citata in precedenza) che le “*decisioni vengano adottate senza il consenso necessario e sufficiente degli azionisti*” (si pensi, per esempio, alle questioni che potrebbero sorgere in relazione al rispetto o meno del *quorum* costitutivo e di quello deliberativo).

³³⁵ Secondo il CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 167 - Diritto di voto degli strumenti finanziari partecipativi (artt. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c.), *cit.*, p. 1, gli “*argomenti specificamente indicati*”, sui quali può essere previsto il voto dei titolari di strumenti finanziari partecipativi, “*possono consistere in particolare: (i) nell'esercizio di diritti e prerogative autonomamente concessi alla collettività degli strumenti finanziari partecipativi (come ad esempio la nomina di un componente degli organi sociali); (ii) nell'approvazione di determinate deliberazioni di competenza dell'assemblea ordinaria o straordinaria degli azionisti, fatta eccezione per le materie per le quali la legge non consente la previsione di maggioranze più elevate (ossia l'approvazione del bilancio e la nomina e la revoca delle cariche sociali, ai sensi dell'art. 2369, comma 4, c.c.); (iii) nell'autorizzazione al compimento di determinati atti da parte degli amministratori, a prescindere dal fatto che lo statuto preveda o meno l'autorizzazione dell'assemblea ordinaria ai sensi dell'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c., in riferimento ai medesimi atti di amministrazione*”.

³³⁶ Dalla ricostruzione in questi termini del voto dei titolari degli strumenti finanziari discende che costoro saranno chiamati – in concreto – ad approvare la delibera adottata dall'assemblea dei soci.

strumentisti assumerebbe un'ampiezza pari a quella dell'analogo diritto dei soci³³⁷.

I sostenitori della tesi che ammette il voto nell'assemblea generale (ovvero la seconda che è stata menzionata *supra*) hanno individuato un'ulteriore modalità di estrinsecazione del diritto di voto degli strumentisti; essa implica l'attribuzione di un "peso" al voto dei titolari degli strumenti finanziari del quale si dovrà tener conto al momento della deliberazione nell'assemblea dei soci³³⁸.

Se il diritto di voto rappresenta la prerogativa per eccellenza con cui l'investitore può contribuire all'assunzione delle decisioni sociali, un ulteriore diritto amministrativo che è riuscito a ritagliarsi un ruolo di primaria importanza nelle operazioni di investimento in *equity* (o, come in questo caso, in quasi-*equity*) è il diritto di veto. Si tratta di quel diritto che consente al suo titolare di impedire l'adozione di una determinata decisione da parte degli organi sociali, sottoponendo, nelle materie in cui esso è previsto, la medesima al previo gradimento dell'investitore. Il suo inserimento all'interno dello statuto fa sì che l'invalidità dell'atto che non ha tenuto conto dell'espressione del veto sia opponibile anche ai terzi (è la c.d. efficacia reale delle clausole statutarie). È però possibile incorporare negli strumenti finanziari un diritto di questa natura? Per individuare la risposta corretta al quesito è necessario domandarsi, in via preliminare, se tale prerogativa sia lecita e non contrastante con la struttura della

³³⁷ A dir la verità, i notai milanesi nella massima numero 167 pongono un secondo limite al diritto di voto relativamente alle materie in cui esso può estrinsecarsi; infatti, esso "*non può estendersi a quelle materie per le quali la disciplina vigente impone il divieto di innalzare le maggioranze di legge (art. 2369, comma 4, c.c.), considerato che tale divieto costituisce un presidio non derogabile neppure in via indiretta e mediata, a salvaguardia della facilità deliberativa su argomenti essenziali per la sopravvivenza della società*". Considerato però che il limite posto dall'art. 2369 c.c., comma 4, non è replicato tra le norme dedicate alle società a responsabilità limitata – nelle quali anzi è possibile introdurre la regola dell'unanimità per l'adozione di tutte le decisioni (si veda sul punto CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 42 - Deroga dei quorum legali per le decisioni dei soci di s.r.l. (artt. 2479 e 2479-bis c.c.), in "www.consiglionotarilemilano.it", 19 novembre 2004) – deve ritenersi che questa seconda restrizione non operi per le società innovative aventi tale forma giuridica.

³³⁸ Una soluzione di questo genere presuppone necessariamente che la delibera di emissione indichi la percentuale spettante al voto degli strumentisti; da ciò deriva inevitabilmente che si dovrà rideterminare il peso percentuale del voto di ciascun socio (se, per esempio, la percentuale riconosciuta ai titolari degli strumenti finanziari è pari al 10% si dovrà contestualmente determinare come distribuire tra i soci il restante 90%, non potendo costoro mantenere la percentuale che invece gli spetterebbe se non ci fossero gli strumenti finanziari).

società a responsabilità limitata. Tra gli interpreti – e tra gli orientamenti notarili – è nettamente prevalente (se non addirittura dominante) la tesi che ammette il diritto di veto³³⁹; esso, infatti, sarebbe legittimamente attribuibile tanto come diritto particolare *ex art. 2468 c.c.*, che come prerogativa caratterizzante le quote di una particolare categoria.

Riconosciuta la legittimità del diritto di veto, la dottrina ha ammesso l'incorporazione del medesimo negli strumenti finanziari³⁴⁰. Non vi sono ragioni, infatti, che precludano il riconoscimento di un siffatto diritto, il quale è anzi diffuso nella prassi del *private equity*³⁴¹. Spetterà all'autonomia privata determinare i casi in cui esso può essere esercitato, rinvenendosi tra le ipotesi maggiormente ricorrenti l'adozione di una delibera che disponga il compimento di operazioni straordinarie (fusioni, trasferimenti d'azienda, scissioni), oppure la

³³⁹ Cfr. GARESIO, Le società innovative (II parte) - La costituzione e il finanziamento di società innovative alla prova dei fatti, in "Giurisprudenza Italiana", 2021, p. 2284, 2285; FREGONARA, Le società innovative (I parte) - La struttura finanziaria delle s.r.l. innovative e il loro finanziamento, "Giurisprudenza Italiana", 2021, p. 2015; PINTO, SPERANZIN, Aumento di capitale "Covid-19" e poteri indisponibili della maggioranza, in "Le nuove leggi civili commentate", 2021, p. 23; DACCÒ, CIAN, La s.r.l.: la struttura finanziaria, *cit.*, p.698; MAGLIULO, I poteri degli amministratori di società a responsabilità limitata a seguito del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, in "Rivista del Notariato", 2019, p. 312 e ss.; MAUGERI, Quali diritti particolari per il socio di società a responsabilità limitata?, in "Rivista delle Società", 2004, p. 1505; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 183 - Limiti alla configurabilità di diritti particolari dei soci di s.r.l. in materia di amministrazione (art. 2475, comma 1, c.c.), in "www.consiglionotarilemilano.it", 17 settembre 2019, p. 1, 6, 10; ID., massima n. 161 - Competenze, disciplina e verbalizzazione delle assemblee speciali ai sensi dell'art. 2376 c.c. (art. 2376, commi 1 e 2, c.c.), in "www.consiglionotarilemilano.it", 11 aprile 2017, p. 2; COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima I.I.12 - Esempi di diritti particolari attribuibili ai soci, in "www.notaitriveneto.it", p. 2; GUGLIELMO, SILVA, I diritti particolari del socio - Ambito oggettivo di applicazione e fattispecie, approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 17 novembre 2011, in *cit.*, p. 4.

³⁴⁰ Cfr. RINALDI, Strumenti finanziari partecipativi come modalità soddisfattiva principale nel concordato preventivo in continuità, in "il Fallimento", 2021, p. 94; PINTO, SPERANZIN, Aumento di capitale "Covid-19" e poteri indisponibili della maggioranza, *cit.*, p. 23; SAGLIOCCA, La conversione dei crediti delle banche in strumenti di quasi-capitale quale strategia societaria per le ristrutturazioni del debito, *cit.*, p. 383; MIGNONE, Commento all'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 653; GIAMPIERI, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, *cit.*, p. 421, 422, 428; TOMBARI, Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni, *cit.*, p. 8.

³⁴¹ Cfr. PINTO, SPERANZIN, Aumento di capitale "Covid-19" e poteri indisponibili della maggioranza, *cit.*, p. 23, nota 35, in cui gli Autori rilevano come non sia infrequente, nel contesto di operazioni di *private equity*, che lo statuto attribuisca agli strumenti finanziari partecipativi (oppure alla categoria speciale di azioni) assegnati a investitori di minoranza il potere di approvare, in seno all'assemblea speciale, gli aumenti di capitale o, più in generale, le modifiche statutarie.

realizzazione di atti di particolare rilevanza (come l'assunzione di indebitamento o atti di disposizione di beni strategici)³⁴². Deve poi ritenersi che gli effetti dell'atto sottoposto al potere di veto degli strumentisti rimangano sospesi in attesa della loro decisione: ove venga esercitato il diritto di veto l'atto sarà definitivamente inefficace, mentre nel caso opposto l'atto inizierà a produrre i suoi effetti.

9. *Segue. I diritti amministrativi in grado di determinare un'ingerenza nella governance*

Oltre al diritto di voto, tra i diritti amministrativi è possibile individuare delle ulteriori prerogative in grado di determinare un'ingerenza dell'investitore nella *governance* dell'impresa; si tratta del diritto di controllo (inteso nel duplice senso di cui si dirà a breve), il diritto di nomina di un amministratore e una serie di diritti "minori".

Il primo diritto che merita di essere analizzato è il diritto di controllo. Questo può estrinsecarsi secondo due modalità: mediante il riconoscimento di un diritto di controllo alla persona dello strumentista (sul modello di cui all'art. 2476 c.c., comma due) ovvero mediante il diritto di nominare un membro dell'organo di controllo (nel caso in cui sia presente, ad esempio sulla base di una previsione dell'atto costitutivo).

Quanto alla prima opzione, la dottrina maggioritaria sembra favorevole ad ammettere un diritto così configurato, in modo da consentire al singolo strumentista di esercitare il diritto ad avere dagli amministratori notizie sullo svolgimento degli affari sociali ed il diritto di consultare i libri sociali ed i documenti relativi all'amministrazione³⁴³.

³⁴² Cfr. GARESIO, Le società innovative (II parte) - La costituzione e il finanziamento di società innovative alla prova dei fatti, in "Giurisprudenza Italiana", 2021, p. 2284; SAGLIOCCA, La conversione dei crediti delle banche in strumenti di quasi-capitale quale strategia societaria per le ristrutturazioni del debito, *cit.*, p. 383.

³⁴³ Cfr. ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 819; CIAN, Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo, *cit.*, p. 1193; PIRANI, Un'analisi empirica delle PMI innovative: *Much ado about nothing?*, in "Giurisprudenza Commerciale", 2018, p. 1023, nota 41 ; GUIZZARDI, La s.r.l.

Non mancano però tra gli interpreti le opinioni che respingono una tale ricostruzione: un’Autrice, in particolare, sostiene che “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.”³⁴⁴. Sebbene le preoccupazioni avanzate appaiano fondate, si ritiene che esse possano essere superate, anziché attraverso un divieto, mediante una precisa e puntuale regolamentazione delle modalità di esercizio del diritto, in modo da neutralizzare le potenziali minacce per l’impresa societaria. Il diritto di controllo tipizzato dall’art. 2476 c.c. è, infatti, per sua natura potenzialmente pericoloso anche ove fosse riconosciuto unicamente in capo ai soci non amministratori, motivo per il quale in dottrina si suggerisce ugualmente di precisare nello statuto le regole per il suo esercizio (gli unici limiti a tale prerogativa rinvenibili direttamente nella legge sono, infatti, rappresentati dal – generico – principio di buona fede e dalla riservatezza delle informazioni)³⁴⁵.

La soluzione positiva sembra essere suffragata anche da una ragione di opportunità: al di là dei risultati dell’attività di *due diligence* che precede la realizzazione di un investimento, è evidente come un investitore abbia interesse a monitorare l’andamento della società in cui ha investito in modo da potersi avvalere degli strumenti di tutela – eventualmente – previsti in suo favore (si pensi, per esempio, all’emersione di una causa di recesso). Per questo, essendo l’investimento rivolto a società da poco costituite che rivestono la forma giuridica della s.r.l., sarebbe antieconomico prevedere sin da subito un organo di controllo collegiale, motivo per il quale il riconoscimento di un diritto personale di

innovativa, in “La nuova società a responsabilità limitata”, a cura di M. Bione, R. Guidotti, E. Pederzini, APPENDICE DI AGGIORNAMENTO 2016 – 2017, p. 86; BENAZZO, La s.r.l. start-up innovativa, *cit.*, p. 121.

³⁴⁴ Cfr. FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, p. 249.

³⁴⁵ Cfr. CIAN, La s.r.l.: la struttura organizzativa, in “Diritto commerciale, vol. III”, a cura di M. Cian, G. Giappichelli, Torino, 2020, p. 753 e ss.

controllo³⁴⁶ sarebbe in grado, al contempo, di tutelare il titolare degli strumenti finanziari e di consentire all'emittente un consistente risparmio di risorse³⁴⁷.

Per quanto riguarda invece il diritto a nominare un membro dell'organo di controllo³⁴⁸, sono forti in dottrina i dubbi circa l'ammissibilità di tale diritto³⁴⁹. Ciò nonostante, sembra preferibile seguire quell'orientamento che è propenso, seppur a determinate condizioni, ad ammettere questo diritto amministrativo³⁵⁰. Valorizzando l'interpretazione analogica dell'art. 2351 c.c., quinto comma,

³⁴⁶ È forse possibile configurare il diritto di controllo anche come un diritto esercitabile grazie all'intermediazione di uno specifico soggetto a cui tutti i titolari degli strumenti finanziari possono rivolgersi per esercitare tale prerogativa; la legittimità di questa soluzione è (a livello teorico) ricavabile dall'art. 2476 c.c., il quale consente ai soci di esercitare il diritto di controllo anche avvalendosi di professionisti di fiducia, quindi non sembrano esservi ragioni che impediscano tale ricostruzione nel contesto degli strumenti finanziari in cui – per eccellenza – all'autonomia privata sono riconosciuti ampi margini di manovra. Maggiori perplessità si pongono in ordine alla qualifica che questo intermediario deve rivestire: così come per il diritto di controllo esercitabile dai soci, anche in questo caso è preferibile ritenere necessario che il soggetto sia iscritto ad un albo professionale (in questo senso ABRIANI, Commento all'art. 2476 c.c., in "Commentario del Codice Civile" diretto da E. Gabrielli, DELLE SOCIETÀ - DELL'AZIENDA - DELLA CONCORRENZA, a cura di D. U. Santosuosso, Vol. II, UTET Giuridica, 2015, p. 608 e ss.; in senso dubitativo VERBANO, Commento all'art. 2476 c.c., in "Commentario breve al Codice Civile", a cura di G. Cian, CEDAM, in "OneLegale.WoltersKluwer.it", ultimo aggiornamento aprile 2022, p. 3046).

³⁴⁷ È poco verosimile, soprattutto in operazioni in cui sono coinvolti investitori professionali, che i titolari degli strumenti finanziari, dopo aver fatto confluire risorse in una società avente elevati margini di crescita, si disinteressino totalmente alle sorti della stessa. Ciò è ancora più vero se si tiene conto che la normale forma di disinvestimento in questi casi è rappresentata dalla cessione delle partecipazioni, quindi l'investitore ha un atteggiamento tutt'altro che neutro rispetto all'andamento della società.

³⁴⁸ Considerata l'ampiezza dell'argomento e la molteplicità delle tesi sostenute in dottrina, si premette sin d'ora che in questa sede verranno analizzati unicamente alcuni degli aspetti relativi al diritto *de quo*; si rinvia per un'analisi completa degli altri aspetti della fattispecie a: VALZER, Commento all'art. 2346 c.c., comma sesto, *cit.*, p. 501 e ss.; MIGNONE, Commento all'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 654 e ss.; SAGLIOCCA, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di partecipazione attiva al governo delle società per azioni, *cit.*, p. 338 e ss.; NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 100 e ss.; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 168 - Diritto di nomina di amministratori e sindaci da parte degli strumenti finanziari partecipativi (artt. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c.), in "www.consiglionotarilemilano.it", p. 1 e ss.

³⁴⁹ Il dubbio riguarda esclusivamente le società innovative; nelle società per azioni, infatti, è pacifica l'ammissibilità di tale diritto in virtù del disposto dell'art. 2351 c.c., quinto comma. Contrari all'ammissibilità del diritto di nominare un membro dell'organo di controllo o di quello amministrativo nelle società innovative: PIRANI, Un'analisi empirica delle PMI innovative: *Much ado about nothing?*, *cit.*, p. 1023; FREGONARA, Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle società a responsabilità limitata innovative "chiuse", in "Banca Borsa Titoli di Credito", 2017, p. 616; GUIZZARDI, L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l., in "Giurisprudenza Commerciale", 2016, p. 576.

³⁵⁰ Cfr. ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 823 e ss.; CIAN, Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo, *cit.*, p. 1193.

sarebbe consentito agli strumentisti nominare un sindaco, a condizione però che lo statuto preveda un organo di controllo a composizione collegiale (*i.e.* un collegio sindacale) e riconosca espressamente tale diritto agli strumentisti³⁵¹. Sembrerebbe invece incompatibile con il modello della s.r.l. (o quanto meno singolare) l'attribuzione del diritto *de quo* ove l'organo di controllo avesse una composizione monocratica³⁵².

Non sembra rappresentare un ostacolo insormontabile a questa ricostruzione la previsione contenuta al numero tre del secondo comma dell'art. 2479 c.c., ovvero quella che, “*in ogni caso*”, riserva ai soci “*la nomina nei casi previsti dall'articolo 2477 dei sindaci e del presidente del collegio sindacale o del soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti*”³⁵³; deve ritenersi infatti che essa venga lesa unicamente nel caso in cui lo statuto preveda un organo di controllo avente composizione monocratica³⁵⁴. Si tenga inoltre conto che nella s.r.l. il diritto alla nomina di un sindaco potrebbe (anche se non tutti gli interpreti sono d'accordo)³⁵⁵ costituire oggetto di un diritto particolare *ex*

³⁵¹ Come sostenuto da ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 821 e ss., “il mancato richiamo dell'art. 2351, ult. co., c.c., non mi pare possa interpretarsi come mancato riconoscimento della facoltà ivi prevista”.

³⁵² In questi termini CIAN, Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo, *cit.*, p. 1194. È anche vero però che nelle s.r.l. i soci non amministratori sono muniti del diritto personale di controllo *ex art.* 2476 c.c., con la conseguenza che quand'anche l'unico membro dell'organo (monocratico) di controllo venisse nominato dai titolari degli strumenti finanziari i soci non sarebbero completamente sprovvisti di tutela.

³⁵³ Ci si trova di fronte ad una delle competenze necessarie dei soci; dalla locuzione “*in ogni caso*” la dottrina ha ricavato il carattere inderogabile della previsione. Così CIAN, La s.r.l.: la struttura organizzativa, *cit.*, p. 726; BIANCHINI, Commento all'art. 2479 c.c., in “Commentario breve al Codice Civile”, a cura di G. Cian, CEDAM, in “OneLegale.WoltersKluwer.it”, ultimo aggiornamento aprile 2022, p. 3054; PETROBONI, Commento all'art. 2479 c.c., in “Codice Civile commentato”, a cura di G. Bonilini, M. Confortini, C. Granelli, in “OneLegale.WoltersKluwer.it” (aggiornamento a cura di De Angelis), p. 10. Come sottolineato da CIAN (p. 726 e ss.), la *ratio* della riserva è da rinvenirsi nella rilevanza delle materie stesse (in quanto riguardano l'assetto fondamentale dell'ente) oppure nella necessità di assicurare il normale equilibrio di poteri e di funzioni tra gli organi.

³⁵⁴ Cfr. ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 823. Si ritiene che questo possa essere un buon compromesso che tiene conto sia della rigidità dell'art. 2479 c.c. che delle opportunità offerte dall'interpretazione analogica dell'art. 2351 c.c.

³⁵⁵ Ammettono un diritto particolare così configurato GUGLIELMO, SILVA, I diritti particolari del socio - Ambito oggettivo di applicazione e fattispecie, *cit.*, p. 15; COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima I.I.12 - Esempi di diritti particolari attribuibili ai soci, in “www.notaitriveneto.it”, p. 2; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 124 - Organo di controllo e revisione legale dei conti nella

art. 2468 c.c., motivo per il quale il disposto dell'art. 2479 c.c., secondo comma, deve essere inteso in modo flessibile³⁵⁶.

Oltre al diritto di nominare un membro dell'organo di controllo, è configurabile anche il diritto di nominare un membro dell'organo amministrativo³⁵⁷. Si tratta di una prerogativa di carattere totalmente diverso dalla precedente, in quanto (ove ritenuta compatibile con il sistema) consente ai titolari degli strumenti finanziari di partecipare – seppur indirettamente – alla gestione della società; così facendo, si garantirà una maggior tutela degli interessi degli strumentisti in seno all'organo gestorio. Quanto al profilo dell'ammissibilità di tale prerogativa, deve ritenersi che le conclusioni cui si è giunti per l'organo di controllo possano essere estese anche al diritto *de quo*; ciò sta a significare che non vi è ragione per impedire l'attribuzione di questo diritto nei casi in cui lo statuto opti per una composizione collegiale dell'organo amministrativo (e quindi sia previsto un c.d.a.)³⁵⁸. Ne consegue, per converso,

s.r.l. (art. 2477 c.c., modificato dal d.l. 5/2012), in “www.consigionotarilemilano.it”, 3 aprile 2012, p. 9. Ritengono, invece, che non sia possibile attribuire una prerogativa di questo tipo SANTAGATA, I diritti particolari dei soci, in “S.R.L. Commentario”, dedicato a G. B. Portale, a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Giuffrè, Milano, 2011, p. 292; ZANARONE, Della società a responsabilità limitata, in “Il Codice Civile. Commentario”, fondato da P. Schlesinger, diretto da F. D. Busnelli, tomo II, Milano, 2010, p. 1149 (in precedenza quest'Autore si era schierato a favore dell'ammissibilità di un diritto particolare alla nomina di un sindaco; si veda ZANARONE, La tutela dei soci di minoranza nella nuova s.r.l., in “Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario”, a cura di G. Cian, Padova, 2004, p. 350).

³⁵⁶ È vero che i diritti particolari possono essere riconosciuti esclusivamente ai soci (quindi formalmente il diritto alla nomina di un sindaco rispetterebbe l'art. 2479 c.c., comma due); tuttavia, come ricordato da un Autore (CIAN, La s.r.l.: la struttura organizzativa, *cit.*, p. 726), le materie di competenza necessaria dei soci vanno intese come riservate al gruppo dei soci, motivo per cui non si può ritenere che il diritto particolare alla nomina di un sindaco rispetti l'art. 2479 c.c., comma due, per il solo fatto che è riconosciuto ad un socio e non ad un terzo. L'art. 2468 c.c., terzo comma, rappresenterebbe, quindi, una deroga alle competenze necessarie dei soci che troverebbe un fondamento in un'espressa previsione dello statuto.

³⁵⁷ In questa sede, analogamente al diritto di nominare un membro dell'organo di controllo, ci si soffermerà unicamente sul profilo dell'ammissibilità della prerogativa; per gli ulteriori profili attinenti al diritto *de quo* si rinvia a: VALZER, Commento all'art. 2346 c.c., comma sesto, *cit.*, p. 501 e ss.; MIGNONE, Commento all'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 654 e ss.; SAGLIOCCA, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di partecipazione attiva al governo delle società per azioni, *cit.*, p. 338 e ss.; NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 100 e ss.; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 168 - Diritto di nomina di amministratori e sindaci da parte degli strumenti finanziari partecipativi (artt. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c.), in “www.consigionotarilemilano.it”, p. 1 e ss.

³⁵⁸ Contrari all'ammissibilità del diritto PIRANI, Un'analisi empirica delle PMI innovative: *Much ado about nothing?*, *cit.*, p. 1023; FREGONARA, Strumenti di ricorso al capitale di credito e di

che questo diritto non è attribuibile in presenza di un organo amministrativo monocratico oppure di un sistema di amministrazione di tipo disgiuntivo³⁵⁹.

Infine, devono ritenersi ammissibili una serie di diritti amministrativi c.d. “minori” come il diritto di partecipare, a scopo meramente informativo, alle assemblee dei soci o alle riunioni del consiglio di amministrazione, oppure il diritto di richiedere relazioni all’organo amministrativo in materia di gestione³⁶⁰.

rischio nelle società a responsabilità limitata innovative “chiuse”, *cit.*, p. 616; GUIZZARDI, L’impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l., *cit.*, p. 576.

³⁵⁹ Cfr. ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 820; CIAN, Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo, *cit.*, p. 1193.

³⁶⁰ Così, seppur con riferimento ai diritti amministrativi attribuibili nelle società per azioni, SAGLIOCCA, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di partecipazione attiva al governo delle società per azioni, *cit.*, p. 344.

CAPITOLO QUINTO

GLI STRUMENTI FINANZIARI CON DIRITTO E OBBLIGO DI CONVERSIONE E LE MODALITÀ ALTERNATIVE DI DISINVESTIMENTO

1. La conversione in *equity* degli strumenti finanziari come “diritto” riconosciuto all’investitore

Come si è già avuto modo di chiarire, gli strumenti finanziari possono essere convertiti in quote della società emittente in modo da trasformare l’originario investimento di quasi-*equity* in un vero e proprio investimento di capitale; conseguentemente, il terzo finanziatore acquisirà la qualifica di socio, vedendosi così equiparato agli altri membri della compagine sociale³⁶¹. La conversione può realizzarsi secondo due tecniche differenti: la prima consiste nel riconoscere all’investitore (attraverso una clausola del regolamento di emissione) il diritto di convertire gli strumenti finanziari in quote; la seconda, invece, si fonda sull’introduzione (sempre nel regolamento di emissione) di un obbligo di convertire gli strumenti finanziari al verificarsi di determinate situazioni pattuite dalle parti. Convenzionalmente, nel primo caso si parla di strumenti finanziari “convertibili” in quote, mentre nel secondo di strumenti finanziari “convertendi”³⁶².

Anzitutto, è opportuno premettere che, per entrambe le tecniche menzionate, il legislatore, né nel Codice civile (ovvero tra le norme dedicate agli strumenti finanziari nelle società per azioni), né nella legislazione speciale (ovvero tra le disposizioni che regolano gli strumenti finanziari partecipativi nelle

³⁶¹ Ciò non toglie, però, che il regolamento di emissione possa prevedere (ai sensi dei commi due e tre dell’art. 26, d.l. 179/2012) la conversione in quote di categoria diversa, con la conseguenza che esse potranno essere fornite di diritti differenti rispetto a quelli attribuiti agli altri soci; da ciò deriva che i “nuovi” soci (ovvero quelli che sono divenuti tali in virtù della conversione), nonostante la partecipazione al capitale sociale, continuerebbero ad essere titolari di prerogative non pienamente sovrapponibili a quelle degli altri soci.

³⁶² Il medesimo linguaggio è stato utilizzato in dottrina anche per distinguere le varie tipologie di obbligazioni che possono essere convertite in capitale; così GIANNELLI, *Obbligazioni convertibili, convertende e a conversione sintetica*, in “Rivista delle Società”, 2016, p. 689, 692.

società innovative), detta specifiche disposizioni volte a regolare il fenomeno della conversione: nonostante nella relazione alla riforma del 2003 venga menzionato, tra i diritti attribuibili in caso di emissione di strumenti finanziari, il diritto di conversione in capitale sociale, nessuna norma chiarisce i limiti e le modalità che l'operazione deve seguire. Alle lacune lasciate dalla legge è chiamata a sopperire l'autonomia privata, cui spetterà il compito, dapprima, di individuare gli eventuali limiti generali ricavabili dal sistema, e, successivamente, di definire le modalità secondo cui la conversione si realizzerà³⁶³. Ne consegue che ove gli strumenti finanziari possano essere convertiti in *equity*, all'autonomia privata è riconosciuto un ruolo fondamentale per la convergenza di due fattori, ovvero la molteplicità di aspetti da definire e la quasi totale assenza di norme che limitino in modo imperativo le parti³⁶⁴.

Conviene iniziare dagli strumenti finanziari convertibili; essi, come accennato, consentono al loro titolare di assumere la qualifica di socio mediante l'esercizio del diritto di conversione che incorporano; la scelta in ordine alla conversione è rimessa in modo pieno alla volontà dell'investitore, il quale, in totale libertà, potrà decidere se e quando esercitare tale diritto. Per questo motivo sembra corretto costruire tale prerogativa in termini di diritto potestativo, in quanto lo strumentista è titolare del potere di operare un mutamento della situazione giuridica soggettiva altrui e quest'ultimo per converso, si trova in una posizione di soggezione, "essendo sufficiente l'iniziativa del titolare del diritto affinché si realizzi l'interesse tutelato"³⁶⁵. Da ciò deriva che il comportamento

³⁶³ Condivide, con specifico riferimento alla tematica della conversione degli strumenti finanziari, il ruolo centrale dell'autonomia privata REDOANO, Il "*Simple Agreement for Future Equity*" nel diritto italiano, *cit.*, p. 987.

³⁶⁴ Questa, *mutatis mutandis*, è la situazione a cui si assiste anche per quanto riguarda le obbligazioni nelle società per azioni. Anche per queste, per esempio, vi sono diversi modelli non tipizzati dal legislatore che sono stati plasmati dalla prassi, la quale è riuscita così ad emancipare l'istituto dal modello dell'obbligazione con diritto di conversione previsto dall'art. 2420-*bis* c.c. Così GIANNELLI, Obbligazioni convertibili, convertende e a conversione sintetica, *cit.*, p. 690 e ss.

³⁶⁵ Così TORRENTE, SCHLESINGER, Manuale di Diritto Privato, a cura di F. Anelli e C. Granelli, ed. XXVII, Giuffrè, Milano, 2017, p. 82 e ss., cui si rinvia per una più completa ricostruzione della fattispecie del diritto potestativo. Si segnala inoltre che il diritto di conversione è ricostruito in termini di diritto potestativo anche da SAGLIOCCA, La conversione dei crediti delle banche in strumenti di quasi-capitale quale strategia societaria per le ristrutturazioni del debito, in "Rivista delle Società", 2018, p. 403; PICARDI, Commento all'art. 2420-*bis* c.c., in

della società (ovvero del soggetto passivo del rapporto giuridico) è totalmente irrilevante ai fini della realizzazione della conversione³⁶⁶ e che (affinchè essa si realizzi) è sufficiente che il titolare degli strumenti finanziari comunichi all'emittente la sua volontà di esercitare il diritto di conversione in quote secondo le modalità previste dal regolamento di emissione³⁶⁷.

Nonostante il diritto *de quo* sia astrattamente configurabile come una prerogativa priva di limiti, il regolamento di emissione ben potrebbe prevedere (al fine di scongiurare una totale rimessione alla volontà dell'investitore) che esso venga esercitato solamente al verificarsi di determinate condizioni. Ciò nonostante, la struttura della fattispecie non verrà in alcun modo alterata, in quanto continuerà a sussistere in capo all'investitore un diritto potestativo; l'unico cambiamento derivante dall'introduzione di queste precondizioni è la limitazione della libertà dell'investitore di procedere alla conversione, per la quale dovrà necessariamente sussistere la situazione indicata nel regolamento di emissione.

Le condizioni alla cui presenza è subordinato il potere dello strumentista possono essere le più diverse, e la loro individuazione è rimessa al regolamento di emissione: esso potrà far dipendere il diritto di conversione dal decorso di un

“Commentario del Codice Civile” diretto da E. Gabrielli, DELLE SOCIETÀ - DELL'AZIENDA - DELLA CONCORRENZA, a cura di D. U. Santosuosso, Vol. II, UTET Giuridica, 2015, p. 917; LUONI, Le obbligazioni convertibili, in “Società per Azioni. Costituzione e finanziamento”, a cura di M. Sarale e G. Cottino, UTET Giuridica, 2013, p. 638; GIAMPIERI, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, in “Giurisprudenza Commerciale”, 2011, p. 438; DONATIVI, Le obbligazioni convertibili in azioni, in “Trattato di Diritto Privato”, diretto da P. Rescigno, vol. XVI, tomo III, UTET Giuridica, 2011, p. 346.

³⁶⁶ Seppur non riguardi specificamente una società innovativa, si segnala, a titolo di mero esempio di diritto di conversione rimesso alla semplice volontà dell'investitore, il regolamento di emissione di EEMS ITALIA s.p.a. (reperibile al sito https://www.eems.com/key-listing/uploads/EEMS_-_Regolamento_SFP.pdf), il quale, al punto 6.1, prevede espressamente che “*gli SFP possono essere convertiti in azioni ordinarie della Società su semplice richiesta dei Titolari, mediante imputazione a capitale di corrispondente porzione della “Riserva Apporto Strumenti Finanziari Partecipativi EEMS convertibili in azioni ordinarie” (e dunque nei limiti in cui la stessa sia ancora esistente), fermo restando che, in ogni caso, il rapporto di conversione sarà pari ad una azione ordinaria della Società per ogni SFP posseduto*”.

³⁶⁷ In uno dei regolamenti esaminati (ovvero quello sopra citato di EEMS ITALIA s.p.a.), il regolamento di emissione prevede (all'art. 6.4) che il diritto di conversione debba essere esercitato mediante l'invio di una comunicazione scritta alla società da parte del titolare degli strumenti finanziari da effettuarsi in uno dei giorni lavorativi del periodo di conversione. In questo caso si parla in generale di “comunicazione scritta”, tuttavia il regolamento ben potrebbe imporre l'invio di una raccomandata oppure di una PEC all'indirizzo della società.

certo lasso di tempo, oppure dal verificarsi di taluni “eventi rilevanti”, come la deliberazione di un aumento di capitale sociale, la realizzazione di un altro *round* di finanziamenti oppure la fusione con un'altra società. A ben vedere, in quest'ultimo caso (ovvero quello degli eventi rilevanti), al titolare degli strumenti finanziari non sarebbe riconosciuto sin da subito un diritto potestativo, venendo esso concretamente ad esistere solamente al verificarsi di una delle condizioni indicate dal regolamento di emissione; per questo si ritiene che fino a quel momento l'investitore è titolare di una situazione giuridica di mera aspettativa del diritto, destinata, solo in futuro, a diventare un diritto potestativo³⁶⁸ (quella che emerge, quindi, è una fattispecie a formazione progressiva)³⁶⁹.

2. Segue. La delibera di aumento del capitale sociale nei casi di strumenti finanziari incorporanti il diritto di conversione

Una delle particolarità che derivano dal riconoscimento ai titolari degli strumenti finanziari del diritto di conversione in quote (e che differenziano la fattispecie *de qua* da quella degli strumenti convertendi) attiene alla deliberazione dell'aumento di capitale sociale a servizio della conversione.

³⁶⁸ Questa conclusione sembra corretta anche per il principio espresso dalla giurisprudenza di legittimità sul tema del diritto del socio alla quota di liquidazione. La Suprema Corte ha, infatti, affermato che “*la costituzione del rapporto societario e l'originario conferimento, pur rappresentando il presupposto giuridico del diritto del socio alla quota di liquidazione, non rilevano come fatto direttamente genetico di un contestuale credito restitutorio del conferente, configurandosi la posizione di quest'ultimo come mera aspettativa o diritto in attesa di espansione, destinato a divenire attuale soltanto nel momento in cui si addivenga alla liquidazione (del patrimonio della società o della singola quota del socio, al verificarsi dei presupposti dello scioglimento del rapporto societario soltanto nei suoi confronti), ed alla condizione che a tale momento dal bilancio (finale o di esercizio) risulti una consistenza attiva sufficiente a giustificare l'attribuzione “pro quota” al socio stesso di valori proporzionali alla sua partecipazione*”. Così Cassazione civile sez. I - 08/10/2014, n. 21218, in “DeJure” (nello stesso senso anche Cassazione civile sez. I - 29/09/2011, n. 19955, in “DeJure”; Cassazione civile sez. un. - 23/10/2006, n. 22659, in “DeJure”).

³⁶⁹ L'astratta configurabilità della situazione in cui viene a trovarsi il titolare degli strumenti finanziari in termini di “fattispecie a formazione progressiva” è la conseguenza della sussistenza di una situazione giuridica soggettiva di “aspettativa del diritto”; infatti, “la figura del diritto soggettivo che si viene realizzando attraverso stadi successivi viene considerata, oltre che dal lato del soggetto (la cui situazione psicologica è di attesa: perciò, aspettativa), anche sotto il punto di vista oggettivo della fattispecie. Si parla, infatti, di fattispecie a formazione progressiva per dire che il risultato di realizza per gradi, progressivamente” (così TORRENTE, SCHLESINGER, Manuale di Diritto Privato, *cit.*, p. 78).

Com'è evidente, il diritto di conversione in quote, per poter essere esercitato, necessita che venga deliberato un aumento del capitale sociale, il quale verrà poi liberato (semprechè si tratti di strumenti di quasi-*equity*) mediante l'imputazione della riserva SFP a capitale sociale³⁷⁰; l'operazione, quindi, determina un aumento meramente nominale del capitale sociale, non essendo prevista la corresponsione di nuove risorse³⁷¹.

A differenza dei casi in cui si configuri la conversione come automatica (ovvero nei casi di strumenti convertendi, su cui ci si soffermerà *infra*), il riconoscimento del diritto potestativo di conversione esige che l'aumento venga deliberato contestualmente all'emissione degli strumenti finanziari³⁷². A questa conclusione (seppur con riferimento all'art. 2346 c.c. e non alle start up e PMI innovative, ma il ragionamento di base è il medesimo) è giunto anche il Consiglio Notarile di Milano, per il quale è necessario (ai fini della legittimità dell'operazione) che la società deliberi, contestualmente all'emissione degli strumenti finanziari convertibili, *“un aumento di capitale a servizio della*

³⁷⁰ Nel caso in cui il diritto di conversione venga incorporato in strumenti finanziari di debito l'operazione si configurerà in modo differente, in quanto al momento della sottoscrizione dei medesimi non è stata iscritta a bilancio alcuna riserva bensì un debito. In quest'ipotesi ci si trova di fronte ad una situazione analoga a quella delle obbligazioni convertibili di cui all'art. 2420-*bis* c.c., dato che in entrambe le ipotesi l'operazione determina un incremento dell'indebitamento della società. Quindi, nel momento in cui viene esercitato il diritto di conversione, a bilancio si estinguerà la voce di debito accesa al momento dell'emissione e, al contempo, verrà incrementato il capitale sociale, con la conseguenza che si estinguerà l'obbligo della società di restituire le somme all'investitore (così, per quanto riguarda le obbligazioni convertibili, ONZA, Commento all'art. 2420-*bis* c.c., in “Codice delle società”, a cura di N. Abriani, ed. II, UTET Giuridica, 2016, p. 1414).

³⁷¹ Cfr. VALZER, Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni, G. Giappichelli, Torino, 2012, p. 261, nota 237, il quale precisa come in questo caso ci si trovi di fronte ad “un aumento nominale, ma non gratuito: nominale, perché in realtà il patrimonio sociale, all'esito dell'operazione di conversione, non muta; non gratuito perché la stessa operazione comporta l'attribuzione di azioni a soggetti che, avendo già precedentemente sottoscritto strumenti finanziari, hanno comunque effettuato un investimento. La vicenda, in questo senso, è sicuramente diversa da un'imputazione di riserve a capitale, con conseguente assegnazione delle nuove azioni (o con l'aumento del valore nominale delle vecchie) in capo a chi sia già azionista”.

³⁷² Cfr. REDOANO, Il “*Simple Agreement for Future Equity*” nel diritto italiano, *cit.*, p. 987 e ss.; SAGLIOCCA, La conversione dei crediti delle banche in strumenti di quasi-capitale quale strategia societaria per le ristrutturazioni del debito, *cit.*, p. 402 e ss.; GIAMPIERI, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, *cit.*, p. 438; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 166 - Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni (artt. 2346, comma 6, c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, p. 1, 3.

conversione, per un ammontare corrispondente alle azioni da attribuire in conversione, che non può essere superiore (tenuto conto dell'eventuale sovrapprezzo) al debito verso i titolari di strumenti finanziari partecipativi, ove essi abbiano diritto a rimborso, oppure alla riserva da iscrivere in bilancio a fronte dell'emissione degli strumenti finanziari partecipativi, ove essi non abbiano diritto a rimborso"³⁷³. Si tratta di una soluzione che riflette il disposto dell'art. 2420-bis c.c., comma due³⁷⁴, norma che, secondo i notai milanesi, andrebbe applicata in via analogica anche agli strumenti finanziari di quasi-capitale in ragione dell'*eadem ratio* delle due fattispecie³⁷⁵.

La ragione per la quale è imposta l'adozione (contestuale) della delibera di aumento del capitale sociale è da rinvenirsi nell'esigenza di garantire l'effettività del diritto di conversione all'investitore³⁷⁶; come si è avuto modo di approfondire, al diritto potestativo del titolare degli strumenti convertibili corrisponde la posizione di soggezione della società emittente, la quale è esposta, relativamente al profilo della conversione degli strumenti finanziari, alla volontà dell'investitore. Tuttavia, se non fosse prevista la contestualità tra la delibera di emissione e la delibera di aumento del capitale, si finirebbe per riconoscere alla società emittente il potere di impedire a posteriori la conversione degli strumenti finanziari in quote. Per questa ragione, al fine di evitare una compressione della prerogativa in esame, è necessario che al momento in cui viene deliberata

³⁷³ Cfr. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 166 - Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni (artt. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 1, 3.

³⁷⁴ L'articolo 2420-bis c.c., dopo aver previsto che l'assemblea straordinaria può deliberare l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni, al secondo comma prevede che "*contestualmente la società deve deliberare l'aumento del capitale sociale per un ammontare corrispondente alle azioni da attribuire in conversione. Si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni del secondo, terzo, quarto e quinto comma dell'articolo 2346*".

³⁷⁵ Cfr. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 166 - Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni (artt. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 3.

³⁷⁶ Cfr., in questo senso, REDOANO, Il "*Simple Agreement for Future Equity*" nel diritto italiano, *cit.*, p. 987, e, seppur con riferimento alle obbligazioni convertibili (ma la logica di fondo è la medesima) COSTA, Commento all'art. 2420-bis c.c., in "Codice Civile commentato", a cura di G. Bonilini, M. Confortini, C. Granelli, in "OneLegale.WoltersKluwer.it" (aggiornamento a cura di De Angelis), p. 7; GIANNELLI, Obbligazioni convertibili, convertende e a conversione sintetica, *cit.*, p. 699; DONATIVI, Le obbligazioni convertibili in azioni, *cit.*, p. 323.

l'emissione degli strumenti finanziari si delibera pure un aumento del capitale sociale³⁷⁷.

Analogamente a quanto disposto dall'art. 2420-*bis* c.c. per le s.p.a., l'aumento dovrà essere deliberato per un ammontare che tenga conto della partecipazione al capitale sociale che gli strumentisti potrebbero ottenere attraverso l'esercizio del diritto di conversione; per questo nella delibera di emissione dovrà essere specificato il rapporto di cambio al quale la conversione verrà realizzata, in modo da poter determinare sin da subito quale sarà la potenziale consistenza massima dell'aumento di capitale³⁷⁸.

Infine, aderendo all'orientamento assolutamente dominante in dottrina, l'aumento di capitale a servizio della conversione è qualificabile come irrevocabile, ad esecuzione differita, frazionata e progressiva (in quanto si attua via via che i finanziatori esercitano il loro diritto di conversione) e scindibile³⁷⁹.

³⁷⁷ In dottrina si ritiene, tra l'altro, che questo elemento della "contestualità" rappresenti l'essenza del prestito obbligazionario (così, *ex multis*, PICARDI, Commento all'art. 2420-*bis* c.c., *cit.*, p. 908). Si segnala come tra gli interpreti sia aperto il dibattito sul significato da attribuire al concetto di "contestuale": ad una prima opinione che sostiene la necessaria contemporaneità tra le due delibere se ne aggiunge un'altra che intende questo concetto come "compresenza" con la conseguenza che l'aumento di capitale può essere deliberato anche in data successiva purché (a pena di inefficacia di quest'ultima) entro i trenta giorni concessi al notaio per la verifica, o comunque entro e non oltre i trenta giorni successivi alla comunicazione da parte del notaio medesimo della non iscrivibilità della deliberazione. Per un riepilogo degli autori che sostengono le diverse tesi si rinvia a ONZA, Commento all'art. 2420-*bis* c.c., *cit.*, p. 1418 e PICARDI, Commento all'art. 2420-*bis* c.c., *cit.*, p. 908, nota 6.

³⁷⁸ Secondo ONZA, Commento all'art. 2420-*bis* c.c., *cit.*, p. 1417, l'autonomia privata gode di ampia discrezionalità nella determinazione del rapporto di cambio. È però discusso se sia possibile, dopo l'emissione, procedere alla modifica del medesimo (riassume le rispettive posizioni COSTA, Commento all'art. 2420-*bis* c.c., *cit.*, p. 6); la soluzione preferibile si ritiene sia quella positiva, non essendovi ragioni per impedire a priori una modifica in futuro del tasso di cambio, con la precisazione però che, ove il rapporto di cambio sia modificato in senso peggiorativo per gli strumentisti, sarà necessaria l'approvazione della delibera da parte dell'assemblea speciale dei titolari degli strumenti finanziari.

³⁷⁹ Cfr. COSTA, Commento all'art. 2420-*bis* c.c., *cit.*, p. 6; ONZA, Commento all'art. 2420-*bis* c.c., *cit.*, p. 1418; PICARDI, Commento all'art. 2420-*bis* c.c., *cit.*, p. 907; LUONI, Le obbligazioni convertibili, *cit.*, p. 600; DONATIVI, Le obbligazioni convertibili in azioni, *cit.*, p. 323 e ss.; CAMPOBASSO, Obbligazioni di società, in "Digesto Commerciale", in "OneLegale.WoltersKluwer.it", 1994, p. 13.

3. La conversione “obbligatoria” in *equity* degli strumenti finanziari

La conversione degli strumenti finanziari in capitale sociale può, però, essere anche sottratta alla volontà dell’investitore; essa, cioè, potrebbe realizzarsi semplicemente per il decorso di un certo lasso di tempo oppure per il verificarsi di una delle condizioni individuate dalle parti nel regolamento di emissione. In questi casi – come è già stato anticipato – si è soliti parlare di strumenti “convertendi”, in quanto la conversione si realizzerà automaticamente, senza che sia necessaria alcuna attività da parte della società emittente oppure dell’investitore; in tali ipotesi, come fatto notare da un Autore, la conversione in *equity* è predefinita sin dal momento dell’emissione³⁸⁰.

È opportuno affrontare preliminarmente la questione della legittimità di tale meccanismo: gli interpreti che hanno affrontato la questione concordano nell’ammettere questa soluzione, la quale, tra l’altro, viene impiegata anche per i prestiti obbligazionari³⁸¹. A questa conclusione sembra essere giunta anche la giurisprudenza di merito³⁸²: sebbene nella pronuncia del 25 febbraio 2016 il Tribunale di Napoli non abbia espressamente preso posizione sul punto, implicitamente, dalla motivazione dell’ordinanza, è possibile ricavare il *favor* per una tecnica di conversione così congegnata³⁸³. Un ulteriore argomento a sostegno

³⁸⁰ Cfr. GIANNELLI, *Obbligazioni convertibili, convertende e a conversione sintetica*, *cit.*, p. 692 e ss.

³⁸¹ Cfr. REDOANO, *Il “Simple Agreement for Future Equity” nel diritto italiano*, *cit.*, p. 978 e ss.; SPOLIDORO, *Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza*, in “*Rivista delle Società*”, 2020, p. 425; MIGNONE, *Commento all’art. 2346 c.c.*, in “*Codice delle società*”, a cura di N. Abriani, ed. II, UTET Giuridica, 2016, p. 652; GIANNELLI, *Obbligazioni convertibili, convertende e a conversione sintetica*, *cit.*, p. 692; DOMENICHINI, PRATELLI, *Prestito obbligazionario e postergazione legale*, nota a Tribunale Milano, 25 luglio 2014, in “*Giurisprudenza Commerciale*”, 2015, p. 1322; TOMBARI, *Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 5571/I, approvato dalla Commissione Studi d’Impresa il 25 febbraio 2005, in “*www.notariato.it*”, p. 11.

³⁸² Cfr. Tribunale sez. spec. Impresa - Napoli, 25/02/2016, in “*DeJure*”.

³⁸³ Questa conclusione sembra essere giustificata dalle seguenti parole del Tribunale “*il codice rinvia — per gli aspetti che attengono all’emissione degli SFP, all’attribuzione delle prerogative e degli obblighi dei titolari — a quanto dettato in sede statutaria. (...) Spetta quindi alla volontà dei soci determinare le caratteristiche ed il contenuto dei titoli in questione. Nella fattispecie le norme contenute nello Statuto stabiliscono il diritto alla conversione degli SFP, in maniera tale da trasformarli in capitale di rischio, sulla base della situazione patrimoniale al momento dell’esercizio di quel diritto o, al più tardi, allo spirare del termine ultimo per il suo automatico verificarsi. L’art. 7.2.4 riferisce, nello specifico, dell’esistenza (nello stato patrimoniale) di una*

della legittimità della conversione automatica è rinvenibile nel decreto del MISE del primo ottobre 2020 (pubblicato nella G.U. n. 288 del 19 novembre 2020), con il quale sono state dettate le disposizioni attuative per impiegare le risorse attribuite al Fondo per il sostegno del *venture capital* dall'art. 38 del d.l. 19 maggio 2020, n. 34 (c.d. “Decreto Rilancio”, il quale è stato convertito con modificazioni dalla l. 17 luglio 2020, n. 77); l'art. 4 prevede, infatti, che “*gli investimenti iniziali del Fondo nelle imprese target sono effettuati tramite lo strumento del finanziamento convertendo*”, per tale intendendosi “*lo strumento di quasi equity consistente in un apporto, che non dà luogo a restituzione o rimborso, (...), che viene convertito, unitamente agli interessi, in equity dell'impresa target al ricorrere, (...), [di una] delle seguenti circostanze*”³⁸⁴.

Fugato ogni dubbio sull'ammissibilità di un siffatto meccanismo, spetterà alle parti determinare i c.d. “eventi rilevanti”, ovvero le condizioni al verificarsi delle quali si realizzerà l'automatica conversione in *equity* degli strumenti finanziari: essi rappresenteranno il compromesso tra le opposte esigenze facenti capo alle parti, e dipenderanno – inevitabilmente – dalla forza contrattuale di ciascuna di esse.

Quanto alla tipologia degli eventi rilevanti, essi potranno fondarsi sul verificarsi di un certo accadimento a livello societario, così come potranno dipendere dal fattore tempo.

Relativamente agli eventi del primo gruppo, la prassi societaria ha fatto emergere alcune ipotesi ricorrenti, ovvero i c.d. “eventi di liquidità”. In essi

“Riserva apporti strumenti finanziari” e della necessità di verificarne la consistenza, al momento della conversione, rispetto alle eventuali perdite maturate. Testualmente esso afferma che il diritto alla conversione “potrà essere esercitato soltanto per il minore importo risultante al netto delle perdite subite”. Tal ultima disciplina — quanto ai limiti di convertibilità — risulta avere una connotazione generale, per cui essa non può non riguardare anche l'ipotesi della conversione automatica dettata dall'art. 7.2.5. (...) La clausola appare del resto rispettosa della normativa codicistica”. Come dimostrano questi passi dell'ordinanza, il Tribunale era consapevole dell'esistenza di una clausola di conversione automatica, motivo per il quale se la avesse ritenuta illegittima lo avrebbe dichiarato.

³⁸⁴ La nozione di “finanziamento convertendo” è contenuta tra le definizioni di cui all'art. 1 del decreto. Tra le “circostanze” che determinano la conversione si segnalano, in via meramente esemplificativa e non esaustiva, la cessione ad un soggetto terzo di una partecipazione al capitale sociale che determini un cambio di controllo, la cessione da parte della impresa della propria azienda ovvero di un proprio ramo di azienda e la fusione della impresa in portafoglio, ovvero altra operazione straordinaria, in esito alla quale i soci non mantengano il controllo.

normalmente vengono ricondotte le operazioni di fusione, il trasferimento del controllo della società, la cessione dell'azienda o di uno dei suoi rami e la quotazione³⁸⁵; quella appena enunciata è un'elencazione di carattere generico che sarà in concreto oggetto di precisazione, in quanto spetterà al regolamento di emissione chiarire il significato e la portata di ciascuno di questi "eventi", in modo da chiarire i requisiti che l'operazione dovrà avere affinché la conversione si realizzi³⁸⁶.

È poi possibile connettere la conversione dell'investimento al decorso di un certo periodo di tempo, a prescindere dagli avvenimenti che possono coinvolgere la società. Quest'ipotesi si differenzia dalle altre in quanto offre all'investitore la certezza in ordine all'assunzione della qualifica di socio: infatti, mentre gli eventi rilevanti sono per loro natura aleatori, in questo caso sarà sufficiente il mero trascorrere del tempo per ottenere una quota del capitale sociale. Proprio per questa sua peculiarità si ritiene che la conversione per decorso del termine rappresenti il naturale epilogo dell'investimento in una società innovativa, in quanto offre all'investitore la garanzia di ottenere (prima o poi) una quota del capitale sociale.

Inoltre, è opportuno precisare come sia anche possibile combinare i due fattori, prevedendo, per esempio, che l'evento in grado di innescare la conversione si debba verificare trascorso un certo lasso di tempo.

Un aspetto che non è stato oggetto di particolari approfondimenti in dottrina riguarda le limitazioni che l'autonomia privata incontra nell'individuare

³⁸⁵ Con riferimento alla fattispecie della quotazione si segnala come essa venga esclusa dal novero dei *liquidity events* da alcuni Autori (cfr. AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in "Orizzonti del Diritto Commerciale", 2020, p. 434). In senso contrario depono il contenuto di alcuni regolamenti di emissione che sono stati visionati, i quali invece la annoverano tra gli eventi di liquidità.

³⁸⁶ È possibile portare come esempio di quest'affermazione il contenuto di un regolamento di emissione adottato da una s.r.l. start up innovativa che si è potuto consultare: esso annovera, tra gli eventi di liquidità, il "trasferimento qualificato", con ciò intendendo "il trasferimento di partecipazioni da parte dei soci della Società, in una o più operazioni tra esse collegate, rappresentative complessivamente di oltre il 50% dei voti spettanti ai soci nell'assemblea della Società". È quindi evidente come ciascuna società possa plasmare a proprio piacimento gli eventi determinanti la conversione.

gli eventi determinanti la conversione automatica³⁸⁷; la questione è sostanzialmente se le parti siano totalmente libere oppure incontrino dei limiti (ed eventualmente di che genere) nell'elaborazione degli eventi rilevanti.

La soluzione può essere rinvenuta analizzando i c.d. eventi di liquidità: ove la conversione dipenda dal verificarsi di uno di questi, a livello di fisionomia, viene ricalcata la struttura della condizione sospensiva, in quanto l'evoluzione dell'investimento è connessa al verificarsi o meno di un evento futuro ed incerto. È però opportuna un'ulteriore precisazione: infatti, gli eventi da cui viene fatta dipendere la conversione sono tutti correlati alla volontà della società emittente (*i.e.* degli organi sociali), motivo per il quale la condizione può essere qualificata come potestativa³⁸⁸. Da ciò è possibile ricavare il limite che le parti incontrano nell'individuazione degli eventi di liquidità, ossia il carattere non meramente potestativo della condizione (art. 1355 c.c.)³⁸⁹. La conseguenza di questa ricostruzione è la necessità, per non incorrere nella sanzione della nullità, che la condizione (e quindi l'evento di liquidità) sia presidiata da interessi obiettivamente apprezzabili, non correlati al mero arbitrio della parte in grado di determinarne la realizzazione³⁹⁰.

³⁸⁷ Cfr. GIANNELLI, *Obbligazioni convertibili, convertende e a conversione sintetica*, *cit.*, p. 699 e ss. In questo contributo l'Autore sviluppa le sue riflessioni intorno all'emissione (da parte di FIAT s.p.a.) di un prestito obbligazionario convertendo in cui la conversione in *equity* si sarebbe verificata se entro la scadenza del prestito esso non fosse stato rimborsato in denaro. Per l'Autore (se ben si è compreso) un'ipotesi siffatta sarebbe affetta da nullità *ex art.* 1335 c.c. in quanto conterrebbe due condizioni sospensive, entrambe meramente potestative.

³⁸⁸ Secondo la definizione tradizionale, la condizione potestativa può essere definita come quella il cui avveramento dipende sì esclusivamente dalla volontà della parte, "ma da una volontà presidiata da interessi obiettivamente apprezzabili" (cfr. ROPPO, *Il contratto*, in "Trattato di diritto privato" (2° ed.), a cura di G. Iudica e P. Zatti, Giuffrè, 2011, p. 578). Essa si contrappone alla condizione causale, ovvero quella "il cui fatto condizionante è del tutto indipendente dalla volontà delle parti" (cfr. ROPPO, *Il contratto*, *cit.*, p. 578). Per una più approfondita analisi della condizione potestativa si rinvia a BIANCA, *La condizione*, in "Diritto civile. Il contratto", vol. III, (3° ed.), Giuffrè, 2019, p. 489 e ss. ed a ROPPO, *Il contratto*, *cit.*, p. 578 e ss.

³⁸⁹ La condizione meramente potestativa può essere definita come quella che fa dipendere gli effetti contrattuali dalla mera volontà della parte; essa è regolata dall'art. 1355 c.c., il quale sanziona con la nullità l'alienazione di un diritto o l'assunzione di un obbligo sottoposto ad una condizione di questo tipo. Essa ricorrerebbe quando "il compimento o non compimento del fatto volontario risponde a interessi del tutto estranei a quelli regolati o presupposti dal contratto, ovvero non corrisponde a nessun interesse che non sia quello di svincolarsi dal vincolo contrattuale a costo zero" (cfr. ROPPO, *Il contratto*, *cit.*, p. 578 e ss.).

³⁹⁰ Come ha recentemente affermato la Corte di Cassazione (cfr. Cassazione civile sez. I - 30/09/2021, n. 26590, in "DeJure") "la giurisprudenza di questa Corte è ferma nel ritenere che la condizione sia "meramente potestativa" quando consiste in un fatto volontario il cui

Quanto invece all'altra ipotesi di conversione automatica – ovvero quella connessa al decorso di un certo lasso di tempo – deve ritenersi di essere in presenza non di una condizione, bensì di un termine. La distinzione si fonda sul “criterio della certezza”, in quanto, la condizione dipende da un fatto incerto (creando a sua volta incertezza sugli effetti del contratto che non si sa se si produrranno o meno), il termine esclude, invece, ogni incertezza dato che si conosce sin da subito il giorno da cui gli effetti si produrranno³⁹¹. È possibile, inoltre, qualificare questo termine come “iniziale”, in quanto esso indica il momento a partire dal quale gli effetti del contratto inizieranno a prodursi³⁹².

4. Segue. La delibera di aumento del capitale sociale nei casi di strumenti finanziari “convertendi”

Chiariti questi aspetti, dev'essere affrontata, anche per questa fattispecie, la questione relativa alla delibera di aumento di capitale sociale a servizio della conversione. Come si è già avuto modo di accennare *supra*, nei casi di conversione automatica non è obbligatorio deliberare un aumento del capitale sociale contestualmente all'emissione degli strumenti finanziari³⁹³. Infatti, ove l'emissione riguardi degli strumenti convertendi in quote verrebbe meno

compimento o la cui omissione non dipende da seri o apprezzabili motivi, ma dal mero arbitrio della parte, svincolato da qualsiasi razionale valutazione di opportunità e convenienza, sì da manifestare l'assenza di una seria volontà della parte di ritenersi vincolata dal contratto, mentre si qualifica “potestativa” quando l'evento dedotto in condizione è collegato a valutazioni di interesse e convenienza e si presenta come alternativa capace di soddisfare anche l'interesse proprio del contraente, soprattutto se la decisione è affidata al concorso di fattori estrinseci, idonei ad influire sulla determinazione della volontà, pur se la relativa valutazione è rimessa all'esclusivo apprezzamento dell'interessato”. Inoltre, come sostenuto dal Tribunale di Milano (cfr. Tribunale sez. spec. Impresa - Milano, 02/06/2022, in “DeJure”), la valutazione sulla validità della clausola va compiuta in astratto e non con riferimento alla contingente situazione esistente nel caso specifico.

³⁹¹ Cfr. ROPPO, *Il contratto*, cit., p. 601, 603. Come ricordato dall'Autore, mentre la condizione attiene al “se” gli effetti si produrranno, il termine attiene al “quando” essi verranno prodotti.

³⁹² Il termine iniziale si contrappone al termine finale in ragione della diversa funzione: nel primo caso, infatti, il termine mira a differire l'operatività del contratto, mentre nel secondo si va a definire la misura cronologica dell'impegno contrattuale (così ROPPO, *Il contratto*, cit., p.601 e ss.).

³⁹³ Ciò sta a significare che la società emittente può scegliere se deliberare l'aumento di capitale contestualmente all'emissione degli strumenti finanziari oppure se rinviare quest'operazione al futuro.

l'esigenza che giustifica la contestualità delle due delibere per gli strumenti finanziari convertibili, ovvero quella di garantire l'effettività del diritto dello strumentista³⁹⁴.

Questa conclusione sembrerebbe scontrarsi con i principi affermati dalla massima n. 166 del Consiglio Notarile di Milano, la quale ritiene imprescindibile la contestualità tra le due delibere. Come sostenuto da un'Atrice il conflitto è però solo apparente, in quanto la massima si riferisce unicamente agli strumenti finanziari convertibili, non facendo alcun riferimento a quelli che incorporano il meccanismo della conversione automatica³⁹⁵; per questo, in ragione della diversità di struttura, deve ritenersi che gli strumenti convertendi possano essere legittimamente emessi anche in assenza di una delibera di aumento del capitale sociale.

In questi casi è opportuno che venga attribuita all'organo amministrativo, ex art. 2481 c.c., comma primo, la delega ad aumentare il capitale sociale in modo da facilitarne la deliberazione. Questa soluzione consente di responsabilizzare l'organo amministrativo, in quanto è del tutto evidente che nel caso in cui gli amministratori si rifiutassero di deliberare l'aumento del capitale sociale ove si verificasse una delle ipotesi di conversione commetterebbero un illecito fonte di responsabilità ex art. 2476 c.c.³⁹⁶

La delega ex art. 2481 c.c. rappresenta solamente un'alternativa al modello base; sarà quindi senza dubbio legittima anche la scelta di lasciare all'assemblea dei soci il potere di deliberare l'aumento del capitale sociale. Questa soluzione è, tra le due, quella che presenta i maggiori rischi per

³⁹⁴ Cfr. REDOANO, Il “*Simple Agreement for Future Equity*” nel diritto italiano, *cit.*, p. 987 e ss.; AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, *cit.*, p. 413; GIANNELLI, Obbligazioni convertibili, convertende e a conversione sintetica, *cit.*, p. 703, nota 26.

³⁹⁵ Cfr. REDOANO, Il “*Simple Agreement for Future Equity*” nel diritto italiano, *cit.*, p. 988.

³⁹⁶ Senza dubbio lo spettro della responsabilità ex art. 2476 c.c. rappresenta un fattore in grado di garantire l'effettività della conversione; è però opportuno precisare come l'organo amministrativo possa incorrere ugualmente in responsabilità anche nel caso in cui l'assemblea non abbia conferito la delega agli amministratori per aumentare il capitale sociale, dovendo costoro comunque adoperarsi per consentire la conversione.

l'investitore, motivo per il quale è opportuno pensare alle tutele attivabili in caso di inerzia dell'organo assembleare.

Una prima soluzione è ricavabile dal disposto del terzo comma dell'art. 2479-ter c.c., in virtù del quale lo strumentista sarebbe legittimato ad impugnare la delibera di emissione degli strumenti finanziari convertendi per illiceità dell'oggetto³⁹⁷: dato che la norma riconosce la legittimazione ad impugnare a “*chiunque vi abbia interesse*”, nel novero dei soggetti legittimati rientrano anche i titolari degli strumenti finanziari; ai fini dell'esperibilità del rimedio è però necessario, che siano trascorsi meno di tre anni dalla trascrizione della delibera nel libro delle decisioni dei soci³⁹⁸.

Un rimedio che pare maggiormente percorribile a livello concreto è rappresentato dalla proposizione da parte del titolare degli strumenti finanziari di un ricorso d'urgenza ex art. 700 c.p.c. con il quale chiedere al giudice la condanna della società all'adozione della delibera di aumento del capitale sociale a servizio della conversione³⁹⁹. Il punto di forza di questa forma di tutela è rappresentato dal fatto che all'organo giudicante non è richiesta alcuna valutazione discrezionale, dovendosi costui limitare ad accertare la presenza di uno degli eventi rilevanti (che rappresenta un dato oggettivo) e la mancata adozione della delibera di aumento del capitale in contrasto con il regolamento di emissione⁴⁰⁰.

³⁹⁷ Questa soluzione impone di qualificare in termini di nullità per illiceità dell'oggetto la delibera di emissione degli strumenti finanziari; si segnala però come questa soluzione sia tutt'altro che pacifica tra gli interpreti; favorevoli a quest'impostazione GINEVRA, *Le obbligazioni*, in “Diritto commerciale, vol. III”, a cura di M. Cian, G. Giappichelli, 2020, Torino, p. 379, nota 40; ONZA, *Commento all'art. 2420-bis c.c., cit.*, p. 1416. Per una più approfondita analisi della tematica si rinvia, oltre al contributo di GINEVRA, a LUONI, *Le obbligazioni convertibili, cit.*, p. 599 e ss.

³⁹⁸ Sono dunque evidenti i limiti di questo rimedio: da un lato, ai fini dell'ammissibilità stessa del rimedio, è cruciale qualificare la delibera in termini di nullità per illiceità dell'oggetto, in quanto altrimenti l'investitore, essendo formalmente un terzo, sarebbe privo della legittimazione ad impugnare la delibera; dall'altro, è necessario che la vicenda si svolga entro il periodo temporale di tre anni, pena il consolidamento definitivo della delibera.

³⁹⁹ A livello teorico il rimedio sembrerebbe ammissibile, in quanto si sostanzia nella condanna della società ad un *facere* infungibile (cfr. SIRACUSANO, *Commento all'art. 700 c.p.c.*, in “Codice di Procedura Civile”, ed. VII, tomo II, diretto da N. Picardi, a cura di R. Vaccarella, Giuffrè, 2021, p. 4346; GIANA, *Commento all'art. 700 c.p.c.*, in “Codice di Procedura Civile commentato”, a cura di L.P. Comoglio e R. Vaccarella, in “OneLegale.WoltersKluwer.it” (aggiornamento a cura di Canali), p. 14; SCARPA, *Commento all'art. 700 c.p.c.*, in “DeJure.it”, p. 4).

⁴⁰⁰ A sostegno della percorribilità di questa strada pare opportuno menzionare un provvedimento del Tribunale di Milano (Tribunale sez. spec. Impresa - Milano, 05/10/2015, in

Considerato che si tratta di una condanna ad un *facere* infungibile, il ricorrente potrebbe cumulare anche una domanda di condanna al pagamento di una somma di denaro “*per ogni violazione o inosservanza successiva ovvero per ogni ritardo nell’esecuzione del provvedimento*” a titolo di misura coercitiva indiretta *ex art. 614-bis c.c.*

5. Il diritto di sottoscrizione dei soci *ex art. 2481-bis c.c.*

Gli strumenti finanziari convertibili e convertendi incorporano, come si può evincere già dalla loro denominazione, un diritto oppure un obbligo di conversione in quote, permettendo così agli investitori di acquisire la qualifica di soci; proprio per questa ragione assume una particolare importanza la tematica relativa alla protezione di coloro che al momento dell’emissione sono già titolari di una quota del capitale sociale, in quanto, a seguito della conversione, potrebbero veder diluita la propria partecipazione al capitale sociale e, di conseguenza, la portata dei diritti patrimoniali ed amministrativi derivanti da essa.

A questo proposito viene immediatamente in considerazione il diritto di sottoscrizione riconosciuto ai soci dall’*art. 2481-bis c.c.*, primo comma, la cui

“<https://www.giurisprudenzadelleimprese.it/>”) con il quale è stato accolto un ricorso *ex art. 700 c.p.c.* (proposto *ante causam* e “*in funzione del giudizio di merito avente ad oggetto l’accertamento e la declaratoria in favore di Tizio della qualità di socio di Alfa s.p.a. scaturente dall’intervenuta conversione degli SFP di categoria “A” dello strumentista, e del conseguente suo diritto ad ottenere l’emissione e la consegna delle azioni ordinarie di compendio di Alfa s.p.a., nonché la correlativa condanna*”) presentato da due strumentisti che, dopo aver esercitato il diritto di conversione in azioni riconosciuto loro dal regolamento di emissione, avevano registrato l’inerzia della società emittente alla loro richiesta di ottenere l’emissione delle azioni che gli spettavano in base al rapporto di cambio. L’elemento in comune tra le due fattispecie è rinvenibile nel fatto che in entrambi i casi la società emittente adotta dei comportamenti che impediscono allo strumentista di acquisire la qualifica di socio e di esercitare i diritti sociali connessi a tale *status*; il Tribunale a questo riguardo ha evidenziato come “*vada confermato che il sistema - improntato, alla luce dell’art. 24 dalla Costituzione, a garantire una tutela effettiva dei diritti - ammette iniziative cautelari anticipatorie atipiche volte ad evitare il verificarsi stesso della lesione del diritto quando detta lesione non sarebbe più rimediabile da iniziative cautelari dirette a eliderne le conseguenze, quali, evidentemente, sarebbero nella specie le iniziative di impugnazione di future delibere assembleari [quest’ultimo riferimento al rimedio impugnatorio si spiega in ragione di una delle eccezioni dell’emittente; essa sosteneva che la cautela non poteva essere concessa in quanto sarebbe richiesta “in via meramente preventiva di eventuali lesioni giuridiche connesse a ipotetici futuri comportamenti”]*”.

ratio è quella di “assicurare al socio, anche di minoranza, il diritto di mantenere inalterata la propria quota di partecipazione al capitale sociale e dunque della propria partecipazione alla società, sia con riferimento ai diritti patrimoniali che a quelli amministrativi, che hanno appunto come parametro il capitale sociale”⁴⁰¹. La ragione per cui si fa riferimento a questo diritto è duplice⁴⁰². In primo luogo, un’operazione così congegnata determina un incremento del capitale sociale dell’emittente, quindi si verifica la situazione descritta dalla norma *de qua*⁴⁰³; in secondo luogo, è evidente la somiglianza rispetto alla situazione descritta per le obbligazioni convertibili dall’art. 2441 c.c., comma uno⁴⁰⁴. Questi argomenti hanno portato la dottrina ad attribuire ai soci (per tali intendendosi coloro che rivestono tale qualifica al momento dell’emissione) il diritto di sottoscrizione nel

⁴⁰¹ Così POSTIGLIONE, Commento all’art. 2481-*bis* c.c., in “Codice delle società”, a cura di N. Abriani, ed. II, UTET Giuridica, 2016, p. 2081. Negli stessi termini, *ex multis*, DACCÒ, CIAN, La s.r.l.: la struttura finanziaria, in “Diritto commerciale, vol. III”, a cura di M. Cian, G. Giappichelli, Torino, 2020, p. 690; SPERANZIN, Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l., G. Giappichelli, Torino, 2012, p. 29, 32. Quest’ultimo Autore, in particolare, lo definisce (a pagina 32) come “un fondamentale diritto partecipativo del socio, volto a salvaguardare l’equilibrio instaurato tra le parti nel contratto sociale”.

⁴⁰² In questa sede l’analisi si soffermerà esclusivamente sull’attribuzione o meno del diritto di sottoscrizione ai soci in caso di emissione di strumenti finanziari convertibili e convertendi. Si sottolinea questo aspetto perché quello del riconoscimento del diritto di sottoscrizione (o di opzione nelle s.p.a.) in caso di emissione degli strumenti finanziari (come si è già avuto modo di sottolineare al settimo paragrafo del quarto capitolo, cui ci si permette di rinviare per ulteriori riflessioni) è un tema che trascende gli strumenti incorporanti il meccanismo della conversione: in dottrina, infatti, è molto discusso se esso vada riconosciuto in ogni caso in cui vengano emessi degli strumenti finanziari (a prescindere cioè dalla presenza o meno del diritto di conversione). Considerata l’ampiezza del dibattito, si rinvia, per una prima analisi delle diverse tesi, a GINEVRA, Gli strumenti finanziari diversi da azioni e obbligazioni, in “Diritto commerciale, vol. III”, a cura di M. Cian, G. Giappichelli, Torino, 2020, p. 390 (in particolare nota 14); MIGNONE, Commento all’art. 2346 c.c., *cit.*, p. 651; VALZER, Commento all’art. 2346 c.c., comma sesto, in “Le società per azioni. Codice civile e norme complementari”, diretto da P. Abbadessa e G. Portale, tomo I, Giuffrè, Milano, 2016, p. 494 e ss.; NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell’art. 2346 c.c., in “Azioni”, a cura di M. Notari, in “Commentario alla riforma delle società”, diretto da P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, Egea, 2008, p. 134 e ss.

⁴⁰³ L’art. 2481-*bis* c.c., primo comma, dispone che “*in caso di decisione di aumento del capitale sociale mediante nuovi conferimenti spetta ai soci il diritto di sottoscriverlo in proporzione delle partecipazioni da essi possedute*”.

⁴⁰⁴ Al primo comma l’art. 2441 c.c. prevede, infatti, che le obbligazioni convertibili in azioni siano offerte in opzione ai soci (ed ai titolari di obbligazioni convertibili ove ne siano già state emesse) in proporzione al numero delle azioni possedute.

caso in cui vengano emessi degli strumenti finanziari convertibili o convertendi⁴⁰⁵.

Il Consiglio Notarile di Milano, valorizzando il disposto del primo comma dell'art. 2441 c.c., qualifica espressamente l'attribuzione del diritto d'opzione (*rectius* il diritto di sottoscrizione) ai soci come una condizione di validità dell'emissione⁴⁰⁶; questo perché *“la ratio sottesa alla norma, evidentemente volta a tutelare l'interesse dei soci al mantenimento della misura e del valore della propria partecipazione non solo quando vengono emesse azioni ma anche quando vengono emessi titoli che possono divenire azioni in un secondo tempo, sembra infatti pienamente sussistente anche nel caso di emissione di strumenti finanziari diversi dalle obbligazioni, allorché essi siano convertibili in azioni. La sua natura non eccezionale, del resto, la rende senz'altro applicabile in via analogica anche nel caso di specie, privo di espressa disciplina legale”*⁴⁰⁷.

Un ulteriore argomento che corrobora questa ricostruzione è individuabile nella direttiva UE n. 1132 del 14 giugno 2017, la quale, all'articolo 72, comma 6, prevede che il diritto di opzione spetti agli azionisti oltre che nei casi di aumento del capitale sociale, anche nelle ipotesi in cui vengano emessi dei titoli convertibili in azioni. Vista la portata generale del precetto deve ritenersi che “titoli convertibili” sia idoneo a comprendere anche gli strumenti finanziari regolati

⁴⁰⁵ Cfr., *ex multis*, SPOLIDORO, Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza, *cit.*, p. 425 e ss.; RESCIO, Operazioni sul capitale, utilizzo delle riserve e strumenti finanziari partecipativi, in “Rivista delle Società”, 2018, p. 1248; SAGLIOCCA, La conversione dei crediti delle banche in strumenti di quasi-capitale quale strategia societaria per le ristrutturazioni del debito, *cit.*, p. 403; SPERANZIN, Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l., *cit.*, p. 29; VALZER, Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni, *cit.*, p. 262; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 166 - Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni (artt. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 1, 2, 5. Questa soluzione deve ritenersi applicabile a tutte le ipotesi di strumenti finanziari con diritto o obbligo di conversione, a prescindere dal fatto che essi siano partecipativi o meno, o che siano di debito o di quasi-*equity*.

⁴⁰⁶ Si parla di diritto di opzione, mutuando il linguaggio utilizzato nella massima notarile, in quanto questa si riferisce agli strumenti finanziari adottabili da una società per azioni.

⁴⁰⁷ Cfr. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 166 - Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni (artt. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 2.

dall'art. 2346 c.c. (e quindi, di conseguenza, quelli adottabili dalle s.r.l. start up e PMI innovative)⁴⁰⁸.

Il riconoscimento del diritto di sottoscrizione a coloro che rivestono la qualifica di soci al momento dell'emissione apre, però, ad un problema attinente all'estensione soggettiva del medesimo: la domanda, in altre parole, è: il diritto di sottoscrizione spetta esclusivamente ai soci oppure anche altri soggetti sono legittimati ad esercitarlo? Come si è già avuto modo di accennare al capitolo precedente (nel paragrafo dedicato al diritto di conversione), deve ritenersi che del diritto di sottoscrizione beneficino anche soggetti ulteriori rispetto a coloro che sono soci al momento dell'emissione.

Vengono, innanzitutto, in considerazione i titolari degli strumenti finanziari convertibili e convertendi già emessi nell'ambito di una precedente operazione: in virtù del disposto dell'art. 2441 c.c., comma uno (e della *ratio* su cui si fonda), si ritiene che tra i soggetti cui spetta il diritto di sottoscrivere i nuovi strumenti finanziari incorporanti il meccanismo della conversione rientrino anche costoro (i quali, perciò, beneficeranno del trattamento riservato dall'art. 2441 c.c. ai titolari delle obbligazioni convertibili in caso di aumento del capitale sociale)⁴⁰⁹. Ma vi è di più: secondo alcuni autori si potrebbe addirittura invocare un'applicazione analogica dell'art. 2441 c.c., con la conseguenza che il diritto di sottoscrizione non solo può essere attribuito agli strumentisti dal regolamento di emissione, ma esso deve essere ritenuto – implicitamente – sussistente anche nei

⁴⁰⁸ Si veda, in questi termini, SPOLIDORO, Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza, *cit.*, p. 425 e ss. (in particolare nota 27). È opportuno precisare però che la direttiva in commento è dedicata solamente alle società per azioni e non anche alle società a responsabilità limitata; per questo si ritiene che dall'art. 72 è possibile ricavare esclusivamente un indizio che corrobora la ricostruzione offerta, non avendo l'atto normativo una immediata influenza sulla fattispecie delle s.r.l. start up e PMI innovative.

⁴⁰⁹ Cfr. VALZER, Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni, *cit.*, p. 259; ABRIANI, Le azioni e gli altri strumenti finanziari, in "Le società per azioni", a cura di N. Abriani, S. Ambrosini, O. Cagnasso, P. Montalenti, in "Trattato di diritto commerciale", diretto da G. Cottino, vol. IV, Cedam, 2010, p. 342; NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 108 e ss.; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 166 - Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni (art. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 5. Come si è già avuto modo di ricordare nel capitolo precedente, questa ricostruzione non è esente da critiche soprattutto a seguito della pronuncia della Corte giustizia dell'UE n. 338 del 18/12/2008; si rinvia al paragrafo dedicato al diritto di conversione per una più approfondita analisi della questione.

casi in cui manchi una disposizione statutaria che – espressamente – lo va ad escludere⁴¹⁰.

Ad una soluzione analoga, in ragione della maggiore somiglianza all'istituto delle obbligazioni convertibili, sembrerebbe doversi giungere anche per i titolari dei titoli di debito convertibili in quote. Tra gli interpreti questa non è però una soluzione unanimemente condivisa; approda ad una conclusione differente, in uno dei suoi orientamenti, il Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, per il quale *“non è possibile attribuire ai sottoscrittori dei titoli di debito “convertibili” i diritti propri degli obbligazionisti convertibili (opzione sugli aumenti di capitale, diritto di conversione in caso di riduzione reale del capitale, adeguamento del rapporto di cambio in caso di operazioni sul capitale, ecc.) per incompatibilità con la disciplina propria della s.r.l.”*⁴¹¹. L'orientamento risulta però difficile da condividere, sia perché le due fattispecie

⁴¹⁰ Cfr. NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 109, nota 162. Deve condividersi quanto sostenuto dagli Autori – e confermato dal CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 166 - Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni (artt. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 5 – in merito alla possibilità di escludere il diritto di sottoscrizione: se, infatti, è astrattamente riconoscibile agli investitori il diritto di sottoscrizione anche nel caso in cui il regolamento di emissione nulla dica sul punto (in virtù dell'applicazione analogica), deve ritenersi altresì possibile che questo lo vada espressamente ad escludere. Gli Autori ritengono che questa sia la soluzione preferibile in virtù del carattere “atipico” dell'istituto degli strumenti finanziari, il quale non deve necessariamente riflettere le analoghe figure “tipiche” disciplinate dal legislatore. D'altronde, sembrano potersi individuare diversi argomenti a sostegno dell'esclusione pattizia del diritto di sottoscrizione:

1- gli strumenti finanziari hanno una natura eminentemente contrattuale in relazione al carattere non imprescindibile degli strumenti finanziari; l'emissione degli strumenti finanziari si fonda, infatti, su un contratto che è ampiamente rimesso alla negoziazione delle parti, in cui i vincoli inderogabili (a differenza della partecipazione al capitale sociale) sono alquanto limitati, motivo per il quale se la volontà delle parti converge su un assetto negoziale che esclude un diritto di questa specie non vi sono ragioni per impedire questa soluzione;

2- considerata l'ampia rimessione all'autonomia privata dell'istituto sarebbe incoerente non consentire alle parti di escludere questo diritto di comune accordo. Inoltre, vista la complessità dell'accordo, è ragionevole pensare che le parti siano assistite da professionisti in grado di metterle al corrente delle conseguenze di una tale soluzione;

3- la citata pronuncia della Corte di Giustizia dell'UE che ha ritenuto contrario al diritto europeo il concorso simultaneo nella sottoscrizione dell'aumento di capitale sociale dei titolari degli strumenti finanziari con i soci.

La possibilità di escludere il diritto *de quo* trova riscontro anche nella prassi: un regolamento di emissione (adottato da una s.r.l. start up innovativa) che si è avuto modo di visionare esclude espressamente dai diritti attribuibili dagli strumenti finanziari convertendo il diritto di sottoscrivere nuove partecipazioni.

⁴¹¹ Cfr. COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Motivazione all'orientamento “I.J. - SRL - TITOLI DI DEBITO”, in “Orientamenti del comitato triveneto dei notai in materia di atti societari”, Wolters Kluwer, 2021, p. 463.

(i.e. titoli di debito convertibili ed obbligazioni convertibili) hanno una struttura molto simile, sia perché esso si limita a sostenere una generale incompatibilità con la disciplina della società a responsabilità limitata senza però entrare nel merito di quali siano i fattori ostativi.

6. Segue. La sottoscrizione degli strumenti finanziari da parte di terzi e la minaccia del diritto di recesso

La ragione per la quale viene riconosciuto ai soci il diritto di sottoscrizione per il caso in cui vengano emessi questo genere di strumenti finanziari si fonda sulla necessità di evitare l'elusione dell'art. 2481-*bis* c.c., in quanto, se così non fosse, la società potrebbe facilmente aggirare il regime posto dalla norma alterando l'equilibrio della compagine sociale⁴¹².

È, quindi, evidente che il diritto di sottoscrizione incide sulla platea dei possibili sottoscrittori degli strumenti finanziari (convertibili e convertendi); al contempo è, però, necessario tenere a mente che i naturali destinatari degli strumenti finanziari non sono i soci, bensì altri soggetti che a vario titolo sono interessati ad investire nella società. Si pone così la questione relativa alle modalità da seguire per combinare il diritto di sottoscrizione con l'esigenza di offrire a terzi gli strumenti finanziari. La soluzione ci viene offerta (per le s.r.l.) dall'art. 2481-*bis* c.c., il quale contribuisce, seppur indirettamente, a chiarire i vari passaggi da seguire nell'offerta a terzi degli strumenti finanziari⁴¹³.

Il primo elemento necessario per consentire a costoro di sottoscrivere degli strumenti finanziari convertibili o convertendi è individuabile nel secondo periodo del primo comma dell'art. 2481-*bis* c.c., il quale dispone che “l'atto

⁴¹² Se non vi fosse la tutela legale rappresentata dal diritto di sottoscrizione, la maggioranza assembleare potrebbe deliberare l'assegnazione degli strumenti finanziari solamente ad alcuni soci oppure a terzi, i quali in virtù della conversione riuscirebbero ad incrementare la propria partecipazione oppure ad acquisire la qualifica di socio, in danno degli altri soci.

⁴¹³ Come nelle società per azioni, anche nelle società a responsabilità limitata è possibile che l'aumento del capitale sociale venga sottoscritto da terzi. Ciò nonostante, l'art. 2441 c.c. (per le s.p.a.) e l'art. 2481-*bis* c.c. (per le s.r.l.) dettano una disciplina che non è perfettamente sovrapponibile: per esempio, mentre l'art. 2441 c.c. prevede quattro ipotesi tassative in cui può essere escluso il diritto di opzione, l'art. 2481-*bis* c.c. si limita a sancire la possibilità che l'atto costitutivo consenta che l'aumento di capitale sia liberato attraverso il conferimento di terzi.

costitutivo può prevedere, salvo per il caso di cui all'articolo 2482-ter, che l'aumento di capitale possa essere attuato anche mediante offerta di quote di nuova emissione a terzi"⁴¹⁴. Dalla norma si ricava la necessità (ove si intenda riservare l'aumento di capitale a terzi) di inserire nell'atto costitutivo una clausola che consenta quest'operazione⁴¹⁵; per questo motivo, dato che l'investitore, seppur indirettamente (ovvero per il tramite degli strumenti finanziari), diventerà socio dell'emittente, è necessario che l'atto costitutivo contenga la previsione di cui alla norma *de qua*. Può però accadere che una disposizione di questo tenore manchi: in queste ipotesi (ove si volesse evitare di procedere ad una previa modifica dell'atto costitutivo) si ritiene necessario, affinché l'aumento di capitale sia offerto a terzi, che la delibera di emissione venga adottata all'unanimità⁴¹⁶.

⁴¹⁴ In tutto questo affiora una particolarità della fattispecie: l'art. 2481-*bis* c.c. regola, com'è evidente già dalla sua rubrica (che è "aumento di capitale mediante nuovi conferimenti"), le ipotesi di aumento reale del capitale sociale; tuttavia, nell'ipotesi qui presa in considerazione (ovvero quella della conversione degli strumenti finanziari), si assiste all'imputazione a capitale sociale della riserva SFP, concretizzandosi, di fatto, un'ipotesi di aumento nominale che rientrerebbe nel perimetro applicativo dell'art. 2481-*ter* c.c. È, però, del tutto evidente come quella *de qua* sia una fattispecie *sui generis*, in quanto è vero che formalmente si assiste all'imputazione a capitale di una posta del netto, ma è altresì vero (come ricordato anche da VALZER, Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni, *cit.*, p. 261, nota 237) che in quella posta sono confluite risorse provenienti da terzi, i quali, grazie al meccanismo della conversione, acquisiranno la qualifica di soci.

⁴¹⁵ Questione alquanto controversa tra gli interpreti è quella attinente alle modalità per inserire nell'atto costitutivo la previsione che consente di escludere (o limitare) il diritto di sottoscrizione dei soci; si discute cioè se sia sufficiente che venga adottata una delibera che rispetti le maggioranze previste dall'art. 2480 c.c. oppure se sia necessario il consenso unanime dei soci. L'ampiezza della questione e la pluralità degli argomenti a sostegno delle diverse tesi non consentono una trattazione esaustiva del problema in questa sede; si rinvia pertanto, per un'analisi delle diverse posizioni, a CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 158 - Introduzione della clausola che consente alla maggioranza di escludere o limitare il diritto di opzione nelle s.r.l. (artt. 2481-bis, comma 1, e 2479-bis, comma 3, c.c.), in "www.consiglionotarilemilano.it", 17 maggio 2016, p. 2 e ss.

⁴¹⁶ La dottrina concorda nel ritenere che, anche in mancanza di una previsione statutaria, sia sempre consentita l'adozione di una delibera di limitazione o esclusione del diritto di sottoscrizione adottata all'unanimità. In questo senso: POSTIGLIONE, Commento all'art. 2481-*bis* c.c., *cit.*, p. 2082; NOTARI, Il diritto di opzione e la sua esclusione, in "S.R.L. Commentario", dedicato a G.B. Portale, a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Giuffrè, Milano, 2011, p. 920; ROMANO, Commento all'art. 2481-*bis* c.c., in "DeJure", p. 3; CERRATO, Aumenti di capitale e diritti del socio di s.r.l., in "Le nuove s.r.l.", diretta da M. Sarale, Bologna, 2008, p. 856; GIANNELLI, Le operazioni sul capitale nella società a responsabilità limitata, in "Giurisprudenza Commerciale", 2003, p. 797, nota 50; RACUGNO, Le modificazioni del capitale sociale nella nuova s.r.l., in "Rivista delle Società", 2003, p. 821, nota 46; COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima I.G.5 - Offerta di sottoscrizione di aumenti di capitale a terzi in assenza di espressa previsione statutaria, in "www.notaitriveneto.it", p. 1.

Chiarita questa prima condizione, emerge un potenziale ostacolo alla sottoscrizione degli strumenti finanziari convertibili e convertendi da parte dei terzi, ovvero il diritto di recesso che, *ex art. 2481-bis c.c.*, comma uno, spetta ai soci “*che non hanno consentito alla decisione*” (ovvero i soci assenti, astenuti o dissenzienti)⁴¹⁷. Si tratta di una prerogativa tutt’altro che irrilevante, in quanto mette la società nella condizione di dover fare una scelta: offrire ugualmente a terzi tali titoli (con il rischio di dover liquidare i soci non consenzienti) oppure salvaguardare le casse sociali e non emettere gli strumenti convertibili⁴¹⁸. La dottrina qualifica quest’ipotesi di recesso (così come le altre ipotesi di recesso legale contenute all’art. 2473 c.c.) come inderogabile, quindi essa non potrà essere esclusa attraverso una specifica previsione dell’atto costitutivo (nemmeno se adottata all’unanimità)⁴¹⁹.

Non manca però tra gli interpreti chi sostiene – soprattutto per ragioni di carattere empirico – come questa sia una conclusione errata, in quanto non tiene conto né delle deroghe al diritto comune di cui le società innovative possono beneficiare, né dell’apertura delle medesime ai capitali provenienti dal

⁴¹⁷ Si è fatto poc’anzi riferimento al dibattito dottrinale sull’introduzione nell’atto costitutivo, in un momento successivo alla costituzione, della clausola che consente di offrire a terzi l’aumento di capitale; quand’anche si aderisse alla tesi che ammette la modifica dello statuto a maggioranza, il diritto di recesso del socio non consenziente spetterebbe esclusivamente in occasione delle singole delibere di aumento e non già per la mera modifica dell’atto costitutivo (così, tra gli altri, CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 158 - Introduzione della clausola che consente alla maggioranza di escludere o limitare il diritto di opzione nelle s.r.l. (artt. 2481-bis, comma 1, e 2479-bis, comma 3, c.c.), *cit.*, p. 4).

⁴¹⁸ Giova rammentare come un diritto analogo non sia previsto per le s.p.a. dall’art. 2441 c.c.; per questo tipo sociale, infatti, ove sia escluso il diritto di opzione, il socio non consenziente non avrà a sua disposizione alcun diritto di *exit*.

⁴¹⁹ Cfr. DACCÒ, CIAN, La s.r.l.: la struttura finanziaria, *cit.*, p. 715; REVIGLIONO, Commento all’art. 2481-bis c.c., in “Commentario del Codice Civile” diretto da E. Gabrielli, DELLE SOCIETÀ - DELL’AZIENDA - DELLA CONCORRENZA, a cura di D. U. Santosuosso, Vol. III, UTET Giuridica, 2015, p. 886; SPERANZIN, Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l., *cit.*, p. 149; NOTARI, Il diritto di opzione e la sua esclusione, *cit.*, p. 922; CAGNASSO, La società a responsabilità limitata, in “Trattato di diritto commerciale”, diretto da G. Cottino, V, Padova, Cedam, 2007, p. 334; MALTONI, Il recesso e l’esclusione nella nuova società a responsabilità limitata, in “Notariato”, 2003, p. 307; RACUGNO, Le modificazioni del capitale sociale nella nuova s.r.l., *cit.*, p. 827; ROSAPEPE, Appunti su alcuni aspetti della nuova disciplina della partecipazione sociale nella s.r.l., in “Giurisprudenza Commerciale”, 2003, 494; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 175 - Categorie di quote con diritto di opzione limitato o escluso nelle s.r.l. PMI (art. 26, comma 2, d.l. 179/2012; artt. 2481-bis, 2481-ter, 2473 c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 27 novembre 2018, p. 2.

mercato⁴²⁰. Per questo alcuni autori hanno fornito una lettura “adeguatrice” della norma, grazie alla quale i soci fondatori, in sede di costituzione della società (e quindi all’unanimità), potrebbero rinunciare preventivamente al diritto di recesso⁴²¹.

Questa soluzione non può però essere condivisa, in quanto le ipotesi inderogabili di recesso tutelano il singolo socio dalle decisioni della maggioranza, e una deroga statutaria rischierebbe di vanificare la protezione che il legislatore ha voluto riconoscere ai singoli membri della compagine sociale⁴²²: non si può trascurare, infatti, come i comportamenti opportunistici (che sono quelli che l’eliminazione del diritto di recesso vorrebbe scongiurare) possano essere realizzati non solo dal socio non consenziente, ma anche dalla maggioranza assembleare, motivo per il quale è opportuno preservare questa forma di tutela in capo al singolo⁴²³. Quindi, nonostante gli obiettivi che la

⁴²⁰ Cfr. AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital* e la nuova s.r.l., *cit.*, p. 416 e ss. Come sottolineato dagli Autori, quest’ipotesi di diritto di recesso è un retaggio del principio della rilevanza centrale del socio e di un modello di s.r.l. che con le riforme che si sono susseguite dal 2012 in poi il legislatore ha provato a superare; la sua conformazione è però tale da poter ostacolare in modo decisivo l’ingresso in società di nuovi investitori.

⁴²¹ Cfr. AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital* e la nuova s.r.l., *cit.*, p. 416. Gli Autori sostengono che questa lettura adeguatrice permette di riconoscere un significato sistematicamente più convincente al principio della centralità del socio, il quale è spesso invocato (erroneamente) al fine di limitare l’autonomia statutaria; se, infatti, si può convenire sul fatto che la maggioranza non può disporre di questo principio, “non riesce altrettanto agevole fondare l’esclusione di una disciplina diversa voluta da tutti i soci” (così BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l. e l’autonomia statutaria*, CEDAM, 2018, p. 197 e ss.).

⁴²² Questa rinuncia preventiva non va confusa con quella ritenuta ammissibile da SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*, *cit.*, p. 149, il quale si riferisce a quella comunicata in relazione ad “un determinato e specifico aumento del capitale sociale”. Sicuramente chiarificatore (motivo per il quale viene riportato qui di seguito) è l’esempio svolto dal medesimo a nota 133: “si pensi al caso in cui vi sia la promessa da parte di un terzo del conferimento di un certo bene, la cui acquisizione interessa agli altri soci. Orbene: in tale ipotesi si deve ritenere che sia legittimo il consenso prestato dal socio in anticipo a rinunciare, in relazione a quel particolare aumento, al diritto di recesso”.

⁴²³ La tesi dell’irrinunciabilità del diritto di recesso è stata sostenuta anche dal CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 158 - Introduzione della clausola che consente alla maggioranza di escludere o limitare il diritto di opzione nelle s.r.l. (artt. 2481-bis, comma 1, e 2479-bis, comma 3, c.c.), *cit.*, p. 2, per il quale detto diritto andrebbe inteso come “irrinunciabile”. Inoltre, questa tesi viene ulteriormente avvalorata da un’altra massima del CONSIGLIO NOTARILE MILANO (massima n. 175 - Categorie di quote con diritto di opzione limitato o escluso nelle s.r.l. PMI (art. 26, comma 2, d.l. 179/2012; artt. 2481-bis, 2481-ter, 2473 c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 27 novembre 2018, p. 2); con essa, relativamente all’emissione di categorie di quote fornite di diritti diversi, si sostiene che il diritto di recesso *ex art. 2481-bis c.c.* “è inderogabilmente attribuito dalla legge, ed è pertanto in linea di principio insopprimibile, in quanto funzionale ad assicurare il disinvestimento a prezzo congruo da parte

rinuncia preventiva mira a realizzare, deve ritenersi che il problema connesso al diritto di recesso di cui all'art. 2481-*bis* c.c. vada risolto in altro modo. Si potrebbe pensare, per esempio, alla stipula di patti parasociali attraverso i quali limitare la libertà di voto in assemblea dei soci⁴²⁴, oppure prevedere, in favore dei soci consenzienti, un'opzione *call* condizionata sospensivamente all'assenza, all'astensione o al dissenso di un socio alla delibera di aumento del capitale sociale a favore di terzi⁴²⁵.

Al di là di queste ipotesi patologiche (in cui è ravvisabile cioè un certo dissenso tra i membri della compagine sociale), ben potrebbe accadere che i soci siano tutti d'accordo nell'emettere degli strumenti finanziari convertibili o convertendi in favore di terzi; in questo caso, affinché l'operazione si realizzi, è sufficiente che i titolari del diritto di sottoscrizione rinuncino ad esercitare questo diritto e così facendo creeranno le condizioni per consentire agli investitori di sottoscrivere l'emissione⁴²⁶.

del socio non consenziente rispetto ad un'operazione idonea ad incidere sugli assetti proprietari e a diluire i suoi diritti patrimoniali e amministrativi".

⁴²⁴ Il limite di questa soluzione, com'è noto, è correlato all'efficacia meramente obbligatoria dei patti parasociali, con la conseguenza che l'inadempimento dei pattisti potrà essere solamente disincentivato (mediante la previsione, per esempio, di clausole penali), ma non potrà essere scongiurato con certezza. A ciò si aggiunga che tra gli interpreti è tutt'altro che pacifico che una soluzione di questo genere sia legittima (per un primo esame della questione si veda NIGRO, MALTESE, *Private equity*, fusioni e rinuncia all'*appraisal right*: note su un caso statunitense con cenni all'esperienza italiana, in "Rivista di Diritto Societario", 2022, p. 655 e ss.).

⁴²⁵ Onde impedire l'esercizio del diritto di recesso, i soci potrebbero pattuire che, se uno o più di essi saranno non consenzienti al momento di deliberare l'aumento di capitale riservato a terzi a servizio dell'emissione degli strumenti finanziari convertibili o convertendi, gli altri soci (ovvero quelli consenzienti) avranno il diritto di acquistare la loro quota di partecipazione al capitale sociale ad un prezzo predefinito (che potrebbe essere quello versato per la sottoscrizione della quota). Così facendo si riuscirebbe a semplificare l'uscita (ad un valore predeterminato) dalla compagine sociale del socio non consenziente e ad evitare, al contempo, che vengano disperse delle risorse dal patrimonio sociale, in quanto la sua quota di partecipazione verrà acquisita dagli altri soci (non dovrebbero esservi dubbi sull'ammissibilità di siffatta opzione, soprattutto a seguito delle recenti pronunce della Corte di Cassazione – ovvero Cassazione civile sez. I - 04/07/2018, n. 17498, in "DeJure" e Cassazione civile sez. I - 07/10/2021, n. 27227, in "OneLegale").

⁴²⁶ La rinuncia, in quest'ipotesi, potrà essere tanto contestuale alla deliberazione dell'aumento, quanto preventiva (nel senso che si è avuto modo di chiarire *supra*, ovvero con riferimento ad un determinato e specifico aumento del capitale sociale).

7. La procedura di emissione degli strumenti finanziari: l'organo competente e l'incidenza della disciplina dei conferimenti

Chiariti questi aspetti prodromici all'emissione degli strumenti finanziari incorporanti il meccanismo della conversione, è ora necessario soffermarsi su alcuni profili di carattere procedurale, ovvero quelli relativi all'individuazione dell'organo avente la competenza a deliberare l'emissione e alla rilevanza della disciplina dei conferimenti. Si tratta di tematiche che, oltre ad avere una certa importanza in generale (ovvero per tutte le emissioni di strumenti finanziari), in ragione della futura ed astratta destinazione a capitale sociale dell'apporto, presentano delle particolarità nei casi in cui sia previsto un diritto oppure un obbligo di conversione.

Quanto all'individuazione dell'organo competente, stante l'assenza di chiare indicazioni fornite dal legislatore⁴²⁷, permane tra gli interpreti un certo livello di incertezza, in quanto (così come nel dibattito che ha riguardato le società per azioni) anche per le società innovative a responsabilità limitata non è stata sciolta l'alternativa tra competenza assembleare e competenza dell'organo amministrativo⁴²⁸. Anzitutto, sembrerebbe che entrambi i modelli siano

⁴²⁷ Infatti, il comma sette, dell'art. 26, d.l. 179/2012, analogamente all'art. 2346 c.c., comma sesto, non individua né detta alcuna indicazione dispositiva per individuare l'organo cui compete la decisione di emettere gli strumenti finanziari.

⁴²⁸ Nelle società per azioni la questione dell'individuazione dell'organo competente all'emissione è stata oggetto di un'ampia discussione tra gli interpreti che ha portato alla formazione di diverse teorie; si ritiene che la soluzione preferibile sia quella prospettata dal CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 163 - Competenza all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.), in "www.consiglionotarilemilano.it", 7 novembre 2017, p. 1 e ss., ovvero quella per la quale *"l'assemblea straordinaria è altresì competente ad assumere la decisione di emettere gli strumenti finanziari partecipativi di cui ha approvato la relativa disciplina statutaria, mentre l'effettiva emissione degli stessi (ossia l'offerta in sottoscrizione e il perfezionamento dell'apporto) costituisce attività esecutiva, rientrante nella competenza dell'organo amministrativo. Tuttavia, la competenza ad assumere la decisione di emettere gli strumenti finanziari partecipativi può ritenersi spettante anche all'organo amministrativo qualora tra le modalità e le condizioni di emissione l'assemblea straordinaria abbia determinato la tipologia degli apporti e il grado massimo di possibile diluizione dei diritti spettanti alle azioni, con ciò delegando - implicitamente o esplicitamente - all'organo amministrativo la decisione di emissione"*. L'ampiezza del dibattito dottrinale è tale da non poter essere esaurita nel presente lavoro, motivo per il quale si rinvia per un'esposizione delle diverse teorie alla nota bibliografica redatta dal CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 163 - Competenza all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 4 e ss. ed a GINEVRA, Gli strumenti finanziari diversi da azioni e obbligazioni, *cit.*, p. 390, nota 13.

legittimamente adottabili dall'atto costitutivo⁴²⁹. Due sono gli argomenti che conducono a questa soluzione: da un lato, l'art. 2483 c.c., primo comma, riconosce allo statuto il compito di determinare se la competenza all'emissione dei titoli di debito spetti ai soci oppure agli amministratori; dall'altro lato, l'art. 7.4 del modello uniforme di statuto predisposto dal MISE per le s.r.l. start up innovative prevede che l'emissione possa avvenire o con decisione dell'organo amministrativo o con decisione dell'assemblea dei soci⁴³⁰. Per questi motivi, in linea di principio, si ritiene che l'atto costitutivo possa attribuire la competenza all'uno oppure all'altro organo.

Il problema principale sussiste nel caso – che si ritiene essere abbastanza remoto – in cui lo statuto rimanga silente: è proprio con riferimento a questa situazione che gli interpreti hanno concentrato i loro sforzi per individuare la regola in grado di far fronte all'assenza di una norma suppletiva⁴³¹. Si ritiene che per le s.r.l. start up e PMI innovative l'alternativa sia tra la competenza dell'assemblea dei soci e la competenza dell'organo gestorio; sostenere, invece, la nullità della clausola ove questa non precisi l'organo competente è una

⁴²⁹ Cfr. ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, in “Start up e P.M.I. innovative”, opera diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, 2020, p. 807.

⁴³⁰ Preliminarmente è opportuno segnalare che il modello uniforme di statuto è stato dichiarato illegittimo dal Consiglio di Stato con la sentenza n. 2643 del 29/03/2021 (sentenza reperibile in “DeJure”); ciò nonostante, si ritiene comunque che le indicazioni in esso contenute siano utilizzabili come argomento a sostegno della tesi fatta valere in quanto indicative della volontà del legislatore. Il citato articolo 7.4 prevedeva 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, comma 7, del decreto-legge 179/2012:*

- con decisione dell'organo amministrativo adottata con il voto favorevole della maggioranza assoluta dei suoi componenti;

- con decisione dell'assemblea dei soci adottata con il voto favorevole di una maggioranza dei soci che rappresenti almeno la metà del capitale sociale”.

Il modello uniforme di statuto per le s.r.l. start up innovative si trova tra gli allegati del d.m. del MISE del 17 febbraio 2016 (GU Serie Generale n. 56 del 08-03-2016) ed è reperibile al sito [“https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2016/03/08/16A01716/sg”](https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2016/03/08/16A01716/sg).

⁴³¹ Com'è ovvio, questo dibattito presuppone che a monte sia già stata inserita nell'atto costitutivo la previsione che legittima l'emissione degli strumenti finanziari partecipativi; questa, senza dubbio, anche se introdotta in un momento successivo alla costituzione della società, non potrà che rientrare nella competenza dell'assemblea dei soci ex art. 2480 c.c.

soluzione eccessivamente drastica (oltre che diseconomica), motivo per il quale non merita di essere condivisa⁴³².

Per individuare l'organo competente ad emettere gli strumenti finanziari convertibili e convertendi è però necessario tenere conto di due fattori, ovvero le conclusioni cui gli interpreti sono giunti circa la competenza ad emettere strumenti finanziari privi del diritto di conversione⁴³³ ed il disposto dell'art.

⁴³² Questa soluzione è stata avanzata da CAMPOBASSO, I titoli di debito, in “Le società a responsabilità limitata”, a cura di C. Ibba, G. Marasà, Giuffrè, 2020, p. 1291, nei casi in cui lo statuto consentisse l'emissione dei titoli di debito senza però attribuire a nessun organo la necessaria competenza; si tratta però di una soluzione che risulta essere minoritaria in dottrina.

⁴³³ Secondo l'orientamento dottrinale prevalente (FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, in “Orizzonti del Diritto Commerciale”, 2021, p. 232; ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 807 e ss.) la competenza ad emettere strumenti finanziari privi del diritto di conversione spetta all'organo amministrativo (ritengono invece che la competenza spetti all'assemblea dei soci PIRANI, Un'analisi empirica delle PMI innovative: *Much ado about nothing?*, in “Giurisprudenza Commerciale”, 2018, p. 1023, nota 39; GUIZZARDI, L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l., in “Giurisprudenza Commerciale”, 2016, p. 577). Questa conclusione si fonda su due argomenti: in primo luogo, l'emissione degli strumenti finanziari andrebbe qualificata come un atto avente carattere gestorio, e quindi rientrante tra le prerogative degli amministratori (in questi, seppur con riferimento alle s.p.a., anche MANULI, Gli strumenti finanziari partecipativi nelle s.p.a.: riflessioni critiche, in “le Società”, 2013, p. 1201); in secondo luogo, perché l'art. 2479 c.c., primo comma, stabilisce che “*i soci decidono sulle materie riservate alla loro competenza dall'atto costitutivo*”, quindi ove questo non comprenda anche la decisione sull'emissione degli strumenti finanziari, giocoforza essa dovrebbe competere all'organo amministrativo. Questa soluzione dev'essere però oggetto di una precisazione alla luce delle conclusioni cui è giunto il Consiglio Notarile di Milano con la – già citata – massima n. 163 (si veda, in particolare, p. 3): deve, infatti, ritenersi che la competenza ad emettere gli strumenti finanziari spetti all'organo amministrativo unicamente nel caso in cui lo statuto (e quindi l'assemblea) abbia già determinato gli elementi essenziali dei medesimi, in modo da evitare una “*inammissibile delega in bianco*” all'organo amministrativo. I notai milanesi sostengono, in particolare, la necessità che “*la clausola, oltre alla natura degli apporti, determini la tipologia e la misura massima dei diritti attribuibili con gli s.f.p., demandando alla decisione di concreta emissione la scelta, nei limiti posti, di quali diritti ricollegare ai singoli s.f.p. e della complessiva incidenza di tali diritti, in rapporto a quelli dei soci, nell'organizzazione societaria e nella partecipazione ai risultati dell'attività sociale. In altri termini, [...] è necessario che dalla stessa emerga con precisione il sacrificio massimo patibile dagli azionisti (e dai portatori di s.f.p. precedentemente emessi) in termini di diluizione complessiva dei loro diritti come conseguenza della emissione di s.f.p. dotati del massimo dei diritti attribuibili nella misura massima consentita in forza della medesima clausola*”. A ciò si aggiunga che, come sostenuto da un Autore (NOTARI, Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese, in “Rivista delle Società”, 2018, p. 1143 e ss.), vi sarebbero tre livelli di competenze decisionali con riguardo alla emissione degli strumenti finanziari:

- 1- la competenza a stabilire la disciplina degli s.f.p. (intesa come competenza a modificare lo statuto sociale introducendo le clausole o il regolamento di emissione disciplinanti “*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*” (art. 2346, comma 6, c.c.)) spetta necessariamente all'assemblea, senza facoltà di deroga né di delega;

2420-*bis* c.c., primo comma, ossia di quella norma che attribuisce all'assemblea straordinaria la legittimazione ad emettere le obbligazioni convertibili in azioni. È proprio facendo perno su questa disposizione che gli interpreti che hanno affrontato la questione per quanto riguarda le società per azioni hanno riconosciuto la competenza in capo all'assemblea straordinaria⁴³⁴.

Questa conclusione è da ritenersi valida anche per le s.r.l. start up e PMI innovative che emettono strumenti finanziari convertibili e convertendi⁴³⁵, con la precisazione che, non essendo prevista nelle società a responsabilità limitata l'assemblea straordinaria, la legittimazione all'emissione spetterà all'assemblea dei soci, la quale opererà seguendo le maggioranze previste per la modifica dell'atto costitutivo⁴³⁶. Nonostante ciò, è ugualmente possibile, sul modello di quanto previsto dall'art. 2481 c.c., primo comma, che l'organo assembleare deleghi l'organo amministrativo ad emettere gli strumenti finanziari incorporanti il meccanismo della conversione⁴³⁷.

2- la competenza ad emettere in un dato momento una certa quantità di s.f.p. di una tipologia già disciplinata dalle clausole statutarie o dal regolamento allegato allo statuto, spetta sempre all'assemblea, anche se questa è interamente delegabile all'organo amministrativo;

3- la competenza a dare esecuzione all'emissione degli s.f.p., invece, rientra nella sfera propria dell'organo amministrativo, e consiste nell'offerta degli s.f.p. ai destinatari sulla base delle regole stabilite dalla decisione di emissione, nel perfezionamento del negozio di emissione e di apporto e nell'esecuzione delle formalità previste in dipendenza delle diverse tecniche rappresentative adottate dallo statuto.

⁴³⁴ Cfr. GINEVRA, Gli strumenti finanziari diversi da azioni e obbligazioni, *cit.*, p. 390, nota 13; MIGNONE, Commento all'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 655; ABRIANI, Le azioni e gli altri strumenti finanziari, *cit.*, p. 342; LIBONATI, Gli strumenti finanziari partecipativi, in "La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive", Atti del convegno internazionale di studi (Venezia, 10-11 novembre 2006), Giuffrè, 2007, p. 603; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 163 - Competenza all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 3. Da questa ricostruzione deriva la conseguenza che troverà applicazione anche l'art. 2420-*ter* c.c., primo comma, ai sensi del quale lo statuto potrà delegare agli amministratori l'emissione degli strumenti incorporanti il meccanismo della conversione.

⁴³⁵ Si sottolinea come ciò non incida sulla conclusione a cui si è giunti precedentemente in tema di strumenti finanziari che non incorporano il meccanismo della conversione, in quanto in quello specifico caso la competenza all'emissione degli strumenti finanziari permane in capo all'organo amministrativo.

⁴³⁶ In questo senso, seppur in ordine ai titoli di debito convertibili CAMPOBASSO, I titoli di debito, *cit.*, p. 1319. Questa è la regola di *default* applicabile anche per il caso in cui lo statuto nulla dica sul punto. L'assemblea opererà seguendo le regole previste per la modifica dell'atto costitutivo in ragione del potenziale aumento di capitale sociale che l'operazione è in grado di determinare.

⁴³⁷ La delega all'organo amministrativo è, quindi, possibile anche nelle società innovative purché però non sia una delega in bianco.

Proseguendo con l'analisi dei profili procedurali dell'emissione conviene soffermarsi sul legame che sussiste tra l'apporto degli strumentisti e la disciplina dettata dal legislatore in tema di conferimenti. Chiarito – ai capitoli precedenti – che il concetto di “apporto” è più ampio di quello di “conferimento” (dato che le entità apportabili non possono essere limitate alle entità considerate conferibili dal Codice), resta da comprendere se l'apporto sia assoggettato alla disciplina dettata per i conferimenti⁴³⁸. La soluzione sembra essere diversa a seconda che gli strumenti finanziari siano convertibili (o convertendi) oppure no.

Quanto a questi secondi, la dottrina che si è occupata della tematica specificamente dalla prospettiva delle s.r.l. innovative ha ritenuto che essi siano sottratti alla disciplina dettata dagli artt. 2464 c.c. e ss.⁴³⁹: ciò significa che per gli apporti in denaro non sarà necessario rispettare la regola del versamento minimo del 25%, per gli apporti aventi ad oggetto beni in natura o crediti non si dovranno seguire le regole in materia di valutazione dei conferimenti e per gli apporti d'opera o servizi non sarà dovuta alcuna fidejussione bancaria o polizza

⁴³⁸ Il problema riguarda principalmente gli apporti diversi dal denaro; nella s.r.l., infatti, il legislatore consente sì che vengano conferite anche prestazioni d'opera o servizi (e, in generale, ogni elemento suscettibile di valutazione economica), ma pone delle precise regole per assicurare l'effettività del capitale sociale (artt. 2464 c.c. e ss.). Gli apporti in denaro, invece, non destano particolari perplessità, limitandosi l'art. 2464 c.c., quarto comma, a prevedere che *“alla sottoscrizione dell'atto costitutivo deve essere versato all'organo amministrativo nominato nell'atto costitutivo almeno il venticinque per cento dei conferimenti in denaro e l'intero soprapprezzo, nel caso di costituzione con atto unilaterale, il loro intero ammontare”*.

⁴³⁹ Cfr. FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, p. 230; ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, *cit.*, p. 809; GUIZZARDI, L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l., *cit.*, p. 575. È opportuno però segnalare come, relativamente alle società per azioni, gli interpreti non convergono in modo unanime su questa conclusione; taluni sostengono che gli apporti diversi dal denaro devono essere stimati, con conseguente controllo da parte degli amministratori (VALZER, Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni, *cit.*, p. 235), mentre altri (SAGLIOCCA, La conversione dei crediti delle banche in strumenti di quasi-capitale quale strategia societaria per le ristrutturazioni del debito, *cit.*, p. 377 e ss.; SODI, Apporti in natura nelle società di capitali e relazione giurata di stima, studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 276-2015/I, approvato dal CNN nella seduta del 12-13 gennaio 2016, in “www.notariato.it”, p. 12 e ss.) sostengono che “sembra potersi riconoscere l'esistenza dell'obbligo degli amministratori di una corretta rilevazione delle poste di bilancio [...] con l'avvertenza che quando la società approverà il primo bilancio successivo all'apporto, il valore di quest'ultimo sarà definitivamente acquisito come riserva, cristallizzato”. Ritengono, invece, che la disciplina dei conferimenti non trovi applicazione GINEVRA, Gli strumenti finanziari diversi da azioni e obbligazioni, *cit.*, p. 386; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 165 - Apporti dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi (artt. 2346, comma 6, e 2349, comma 2, c.c.), in “www.consigliotarilemilano.it”, 7 novembre 2017, p. 1, 2.

assicurativa. Ciò non toglie, però, che lo statuto ed il regolamento di emissione possano ugualmente assoggettare l'apporto al rispetto delle regole fissate per i conferimenti.

Quanto, invece, agli strumenti finanziari convertibili e convertendi in quote, la soluzione sembra essere diversa in ragione della possibilità che l'apporto determini un incremento del capitale sociale; per questo deve ritenersi che in siffatte ipotesi l'apporto possa avere ad oggetto unicamente entità conferibili e debba rispettare le norme dettate in materia di conferimenti a salvaguardia dell'effettività del capitale sociale⁴⁴⁰. Questa conclusione trova un argomento che la corrobora nell'orientamento n. 276/2015 del Consiglio Nazionale del Notariato, dove si afferma che *“quando le parti – “apportante” e società – intendono realizzare una destinazione, ponendo in essere un apporto spontaneo, e la disciplina del loro rapporto prevede che lo stesso sia in tempi stretti imputato a capitale, o comunque, pur se non a breve termine, esiste già un programma negoziale che vuole realizzare tale operazione, sicuramente dovrà essere predisposta una relazione di stima. [...] Se viceversa il medesimo apporto si realizza nell'ambito di un programma negoziale che esclude espressamente l'imputabilità a capitale della possibile riserva che emerge, non vi sarà alcuna necessità di stima, in quanto la permanente destinazione della riserva esclude in radice la sussistenza di alcun rischio”*⁴⁴¹.

⁴⁴⁰ Cfr. FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, p. 248; SCARANI, SINTONI, Gli strumenti finanziari partecipativi, in “Bilancio e Revisione”, 2020, p. 36; NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 108, nota 160; LIBERTINI, MIRONE, SANFILIPPO, Commento all'art. 2346 c.c., in “Commentario Romano al nuovo diritto delle società”, diretto da F. d'Alessandro, vol. II, Tomo I, Piccin, 2010, p. 232; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 166 - Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni (artt. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 1, 2, 4. La coincidenza, in questo caso, tra entità apportabili ed entità conferibili non rappresenta un problema per la s.r.l. emittente, in quanto, per questo tipo sociale, il conferimento può avere ad oggetto anche entità che invece non sono conferibili in una s.p.a.

⁴⁴¹ Cfr. SODI, Apporti in natura nelle società di capitali e relazione giurata di stima, *cit.*, p. 12 e ss. Ritengono necessaria la perizia di stima anche BAIIO, Versamenti in conto futuro aumento capitale e riserva legale, in “Notariato”, 2020, p. 475, nota 34; FESTA FERRANTE, Natura giuridica e vicende dei versamenti in conto capitale e a fondo perduto (o a copertura di perdite), in “Rivista del Notariato”, 2010, p. 1021, cui si rinvia per ulteriori riferimenti bibliografici (nota 53).

Se non sembrano esserci dubbi in ordine alla necessità della relazione di stima, maggiori perplessità emergono con riferimento al momento in cui essa dev'essere predisposta, ossia se debba essere redatta all'adozione della delibera di emissione (e quindi nel momento in cui si realizza l'apporto) oppure se è sufficiente che essa venga realizzata al momento della conversione⁴⁴². Per individuare la soluzione corretta è opportuno tenere in considerazione due elementi, ovvero il disposto del secondo comma dell'art. 2465 c.c. (il quale prevede che la relazione di stima deve contenere *“l'attestazione che il loro valore [ovvero il valore dei beni in natura e dei crediti che si intendono conferire] è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale soprapprezzo”*) e il lasso temporale di validità della relazione di stima (la quale, secondo il Consiglio Notarile di Milano, deve riferirsi ad una data non antecedente a sei mesi rispetto al momento esecutivo dell'operazione)⁴⁴³. Considerato che ciò che conta per il legislatore è che il valore attestato sia pari al valore che si intende attribuire alle entità da apportare, e che l'operazione ha una struttura complessa in ragione della possibilità che le entità apportate incrementino il capitale sociale, deve ritenersi preferibile la soluzione maggiormente liberale, ovvero quella che consente che la relazione di stima venga redatta tanto al momento dell'adozione della delibera di emissione che al momento della conversione; ove però si segua la prima strada (ovvero nel caso in cui la relazione sia predisposta già al momento dell'emissione degli strumenti finanziari) è necessario che la relazione di stima venga rinnovata se la conversione si realizza quando sono trascorsi più di sei mesi dalla sua redazione

⁴⁴² Tra gli interpreti si dibatte sul momento in cui va fatta la stima dei beni in natura nei casi in cui si voglia effettuare un aumento di capitale gratuito mediante l'impiego di una riserva di patrimonio netto istituita nel momento in cui essi sono confluiti in società attraverso la tecnica del versamento in conto capitale; per un'analisi delle varie posizioni sostenute dagli interpreti si veda FESTA FERRANTE, *Natura giuridica e vicende dei versamenti in conto capitale e a fondo perduto (o a copertura di perdite)*, *cit.*, p. 1021, nota 54.

⁴⁴³ Cfr. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 117 - Data di riferimento della perizia di stima nei conferimenti in natura secondo il regime ordinario nella s.p.a. e nella s.r.l. (artt. 2343 e 2465 c.c.), in *“www.consiglionotarilemilano.it”*, 5 aprile 2011, p. 1, 4.

in modo da salvaguardare l'effettività del capitale sociale e tenere conto dell'eventuale riduzione di valore dell'entità apportata⁴⁴⁴.

8. *Segue*. La pubblicità della delibera ed il momento della conversione

Un ulteriore aspetto procedurale, rilevante soprattutto dal punto di vista empirico, è quello relativo al regime pubblicitario cui è sottoposta l'emissione degli strumenti finanziari. Nell'approfondire questa tematica è necessario tenere a mente come la disciplina della pubblicità d'impresa sia improntata al principio di tipicità, da cui deriva la regola che le informazioni da sottoporre a pubblicità sono tutte quelle, ma soltanto quelle, per le quali la legge impone siffatto obbligo pubblicitario⁴⁴⁵.

È opportuno premettere poi che il legislatore non detta alcuna disposizione in grado di suggerire all'interprete la soluzione corretta alla questione, né tra le norme dedicate alle s.p.a., né tra quelle dedicate alle s.r.l.

⁴⁴⁴ Da ciò si ricava che per evitare una duplicazione dei costi è forse preferibile che la stima sia fatta al momento della conversione (è questa, tra l'altro, la conclusione cui giunge anche FESTA FERRANTE, *Natura giuridica e vicende dei versamenti in conto capitale e a fondo perduto (o a copertura di perdite)*, *cit.*, p. 1021). In ogni caso, nonostante non sia prevista per le s.r.l. una disposizione analoga al terzo comma dell'art. 2343 c.c., si ritiene che spetti comunque agli amministratori il compito di effettuare un controllo di merito sulla relazione garantendo così un controllo sulla corrispondenza tra il valore stimato e quello effettivo del *quid* apportato; così DACCÒ, CIAN, *La s.r.l.: la struttura finanziaria*, *cit.*, p. 685; PORTALE, *Profili dei conferimenti in natura nel nuovo diritto italiano delle società di capitali*, in "il Corriere Giuridico", 2003, p. 1671 e ss.; SALAFIA, *Il nuovo modello di società a responsabilità limitata*, in "le Società", 2003, p. 5 e ss.

⁴⁴⁵ Cfr. CETRA, *La pubblicità di impresa*, in "Diritto commerciale, vol. I", a cura di M. Cian, G. Giappichelli, Torino, 2020, p. 107 e ss.; IBBA, *La pubblicità legale delle imprese*, in "Analisi Giuridica dell'Economia", 2014, p. 56. Il principio di tipicità è ricavabile dall'art. 2188 c.c., primo comma, il quale dispone che "è istituito il registro delle imprese per le iscrizioni previste dalla legge". Detto principio è però temperato dal principio di completezza; per questo la dottrina (IBBA, *La pubblicità legale delle imprese*, *cit.*, p. 56 e ss.) ritiene che "la mancanza di una specifica previsione di legge che testualmente sancisca l'obbligo di registrazione, tuttavia, non esclude la possibilità che questo sia ricavabile mediante interpretazione sistematica delle disposizioni legislative sul registro delle imprese, rimanendo anche in tal modo soddisfatto il principio di tipicità. In questa prospettiva, la presenza nel sistema di numerose disposizioni di legge che prescrivono l'iscrizione di eventi che incidono su situazioni iscritte determinandone la modifica o la cessazione appare espressiva di un principio generale in virtù del quale devono essere iscritti, pur in assenza di apposite previsioni, tutti gli eventi modificativi o estintivi di situazioni iscritte". Il principio di completezza, inoltre, trova riconoscimento anche nella giurisprudenza di merito; in particolare, il Tribunale di Roma (con la pronuncia del 06/07/2017, reperibile in "DeJure") lo ha qualificato espressamente come "immanente al sistema".

innovative. Si tratta di una scelta singolare, in quanto sia nella disciplina delle obbligazioni (art. 2410 c.c., secondo comma)⁴⁴⁶, che in quella dei titoli di debito (art. 2483 c.c., terzo comma)⁴⁴⁷, il legislatore fornisce delle indicazioni relativamente al regime pubblicitario cui è assoggettata la fattispecie⁴⁴⁸. Ne deriva che spetterà all'interprete colmare questo vuoto normativo. Se applicassimo in modo rigido il già citato principio di tipicità, mancando (per gli strumenti finanziari) una norma che ricalchi il disposto dell'art. 2410 c.c. e dell'art. 2483 c.c., dovremmo propendere per l'assenza di un obbligo di iscrivere la delibera di emissione degli strumenti finanziari al registro delle imprese⁴⁴⁹. Questa tesi è però minoritaria e non merita di essere condivisa.

Dato che l'emissione degli strumenti finanziari è un'operazione avente una struttura articolata, per giungere all'individuazione della soluzione corretta è opportuno analizzare separatamente le varie fasi della fattispecie, in modo da comprendere se per ciascuna di esse sussista o meno un obbligo pubblicitario.

La preconditione per procedere all'emissione è rappresentata dall'esistenza di una clausola all'interno dell'atto costitutivo che consenta alla società di emettere gli strumenti finanziari; ove questa non sia stata inserita al momento della costituzione, dovrà essere introdotta successivamente rispettando le regole (comprese quelle pubblicitarie) fissate per la modifica del medesimo dall'art. 2480 c.c.: ciò significa che la modifica sarà deliberata dall'assemblea con le maggioranze di cui all'art. 2479-bis c.c. e che il relativo verbale dovrà

⁴⁴⁶ La norma prevede che *“in ogni caso [ovvero, a prescindere dall'organo munito della competenza ad emettere le obbligazioni] la deliberazione di emissione deve risultare da verbale redatto da notaio ed è depositata ed iscritta a norma dell'articolo 2436”*.

⁴⁴⁷ Il primo periodo del terzo comma recita, infatti, che *“la decisione di emissione dei titoli prevede le condizioni del prestito e le modalità del rimborso ed è iscritta a cura degli amministratori presso il registro delle imprese”*.

⁴⁴⁸ Ciò non significa che le fattispecie siano prive di aspetti controversi; per esempio, quanto alla fattispecie dei titoli di debito, è discusso tra gli interpreti se l'iscrizione al registro delle imprese abbia efficacia dichiarativa oppure costitutiva (si rinvia a BUSANI, Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni, in *“le Società”*, 2013, p. 1323, per l'esposizione delle tesi sostenute sul punto dagli interpreti).

⁴⁴⁹ Esclude che la decisione di emissione degli strumenti finanziari debba essere iscritta al registro delle imprese MANULI, Gli strumenti finanziari partecipativi nelle s.p.a.: riflessioni critiche, *cit.*, p. 1202.

essere redatto da un notaio, il quale chiederà successivamente l'iscrizione al registro delle imprese a norma dell'art. 2436 c.c.⁴⁵⁰.

Il secondo momento che assume rilevanza dal punto di vista del regime della pubblicità d'impresa è quello concernente la predisposizione del regolamento di emissione (ovvero di quell'atto che sostanzialmente definisce i termini dell'emissione); dato che secondo la dottrina questo ha la medesima natura giuridica dello statuto sociale (al quale è normalmente allegato), deve ritenersi che anche il regolamento di emissione vada iscritto al registro delle imprese così da consentirne la conoscibilità ai terzi⁴⁵¹.

Diverso è, invece, il discorso per quanto riguarda la decisione di emissione: se questa viene deliberata contestualmente alla modifica dell'atto costitutivo oppure al regolamento di emissione non sussistono particolari problemi, in quanto verrà redatto un unico verbale che poi andrà iscritto al registro delle imprese; se la decisione di emissione è adottata in via separata, non essendo previsto dalla legge alcun obbligo di iscrizione, essa non risulterà dal registro delle imprese⁴⁵².

⁴⁵⁰ In questo primo momento, a livello "pubblicitario", la situazione è sufficientemente chiara e non fa sorgere particolari questioni in ordine alla conoscibilità della previsione per i terzi.

⁴⁵¹ Cfr. NOTARI, Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese, *cit.*, p. 1142 (per il quale "la prassi di includere tali disposizioni in un "regolamento" degli s.f.p. è certamente legittima, a condizione che esso sia trattato, da tutti i punti di vista e a tutti gli effetti, come un elemento dello statuto sociale"); SALAFIA, Strumenti finanziari alternativi ad azioni ed obbligazioni, in "le Società", 2014, p. 1302; BARTOLACELLI, La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi, Giuffrè, Milano, 2012, p. 176 (che sostiene come "il regolamento di emissione integrerebbe *per relationem* le disposizioni contenute nello statuto della società"); GIAMPIERI, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, *cit.*, p. 423; NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 137, 139; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 163 - Competenza all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 2. Inoltre, avendo il regolamento di emissione la medesima natura giuridica dello statuto, ove si volesse modificarne il contenuto si dovrebbe seguire la procedura prevista per le modifiche statutarie (cfr. BARTOLACELLI, La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi, *cit.*, p. 176; NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 137, 139 e ss.).

⁴⁵² Il problema attiene quasi esclusivamente alla conoscibilità del numero e dell'ammontare complessivo degli strumenti finanziari da emettere, aspetto questo che secondo parte della dottrina dovrebbe essere conoscibile ai terzi (cfr. NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 138). Per raggiungere questo obiettivo sono percorribili due strade alternative: la prima consiste nell'introdurre delle clausole statutarie che impongano di evidenziare in statuto il numero o l'ammontare degli strumenti finanziari emessi (cfr.

Se queste sono le conclusioni cui è giunta la dottrina relativamente agli strumenti finanziari in generale, c'è da chiedersi se esse siano valide anche per gli strumenti finanziari convertibili e convertendi; dato che sotto questo specifico profilo non sussistono esigenze che impongano un trattamento differenziato delle due fattispecie, deve ritenersi che la ricostruzione svolta poc'anzi sia valida anche per gli strumenti finanziari convertibili e convertendi⁴⁵³.

Esaurite le tappe che portano all'emissione degli strumenti finanziari è opportuno soffermarsi su un aspetto (su cui il legislatore è rimasto silente) che ha in parte carattere procedurale e in parte carattere sostanziale, ovvero quello relativo alla necessità o meno che la società emittente si doti di un libro dei portatori degli strumenti finanziari sul modello del libro delle obbligazioni di cui all'art. 2421 c.c.⁴⁵⁴ Il silenzio del legislatore sul punto lascia particolarmente perplessi alla luce del disposto dell'art. 2447-*sexies* c.c., il quale, in tema di patrimoni destinati ad uno specifico affare, prevede che, ove vengano emessi degli strumenti finanziari, debba essere creato un libro *“indicante le loro caratteristiche, l'ammontare di quelli emessi e di quelli estinti, le generalità dei titolari degli strumenti nominativi e i trasferimenti e i vincoli ad essi relativi”*.

Ciò che quindi stupisce non è in sé il silenzio dell'art. 2346 c.c. e dell'art. 26, d.l. 189/2012, bensì il loro silenzio combinato alla previsione di cui all'art. 2447-*sexies* c.c., primo comma, in quanto da esso sembrerebbe derivare (per gli strumenti finanziari generalmente intesi) la non necessità di un libro dei portatori

CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 163 - Competenza all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.), *cit.*, p. 3); la seconda consiste, invece, nell'iscrizione “nel registro delle imprese della deliberazione di emissione degli strumenti finanziari partecipativi o di un'attestazione degli amministratori di avvenuta emissione di un certo numero di essi, ritenendo all'uopo applicabile per analogia il citato art. 2444, onde superare il principio di tipicità degli atti e fatti soggetti a iscrizione nel registro delle imprese” (cfr. NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 139).

⁴⁵³ In questo caso è ancora maggiore la possibilità che la decisione di emissione venga recepita in un verbale soggetto ad iscrizione al registro delle imprese, essendo possibile che contestualmente ad essa venga deliberato l'aumento di capitale sociale a servizio della conversione, il quale esige, *ex art.* 2481 c.c., primo comma, che il verbale sia redatto da un notaio e venga depositato e iscritto ai sensi dell'art. 2436 c.c.

⁴⁵⁴ Si ritiene opportuno affrontare tale problematica in questa sede, non tanto per individuare le ricadute sostanziali derivanti dall'adozione del libro dei titolari degli strumenti finanziari, bensì per comprendere se materialmente, una volta che è stata effettuata l'emissione, la società debba tenere o meno questo libro contabile.

degli strumenti finanziari⁴⁵⁵. La combinazione di queste due norme apre perciò ad un'alternativa: o l'art. 2447-*sexies* c.c. si limita ad esprimere un dato che è insito nel sistema (ovvero la necessità – in ogni caso – di tenere un libro dei portatori degli strumenti finanziari) oppure questa previsione è sintomatica della volontà del legislatore di non imporre, per la fattispecie generale, la tenuta di un libro dei portatori degli strumenti finanziari⁴⁵⁶.

A complicare il quadro concorre la contraddittorietà degli indizi ricavabili dal testo normativo: se l'obbligatorietà del libro degli obbligazionisti sembrerebbe far propendere verso una certa direzione, in senso contrario conduce una norma dettata per le società a responsabilità limitata, ovvero l'art. 2478 c.c. (che individua i libri sociali obbligatori per questo tipo di società); essa non solo non menziona il libro dei portatori degli strumenti finanziari, ma neppure prevede che la società debba dotarsi di un libro dei portatori dei titoli di debito per il caso in cui questi vengano emessi⁴⁵⁷. Inoltre, sempre relativamente alle s.r.l., si tenga

⁴⁵⁵ A ciò si aggiunge un'ulteriore particolarità: l'art. 2411 c.c., comma terzo, prevede che la disciplina della sezione VII (ovvero quella che va dall'art. 2410 c.c. all'art. 2420-*ter* c.c.) si applichi anche agli strumenti finanziari che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società; in ragione dell'esistenza del libro degli obbligazionisti, si potrebbe essere portati a ritenere che anche per questi particolari strumenti finanziari esista un libro analogo, con la conseguenza che da ciò si potrebbe ricavare un rilevante indizio circa la necessità o meno di un libro dei portatori di strumenti finanziari di cui all'art. 2346 c.c. Tuttavia, l'art. 2421 c.c. che introduce il libro degli obbligazionisti rientra nella sezione VIII del Codice civile, quindi non può ritenersi compreso tra le norme richiamate dall'art. 2411 c.c., terzo comma.

⁴⁵⁶ Entrambe le tesi sono state sostenute in dottrina: si schierano con quella favorevole all'adozione del libro dei portatori degli SFP MIGNONE, Commento all'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 656; PORTALE, Commento all'art. 2421 c.c., in "Le società per azioni. Codice civile e norme complementari", diretto da P. Abbadessa e G. Portale, tomo I, Giuffrè, Milano, 2016, p. 2145; PUGLIESE, Commento all'art. 2421 c.c., in "Commentario del Codice Civile" diretto da E. Gabrielli, DELLE SOCIETÀ - DELL'AZIENDA - DELLA CONCORRENZA, a cura di D. U. Santosuosso, Vol. II, UTET Giuridica, 2015, p. 950; BARTOLACELLI, La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi, *cit.*, p. 179, nota 80; NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 138 e ss. (in particolare nota 225). Sono contrari, invece, ad un generalizzato obbligo di tenuta del libro dei portatori degli SFP ricavabile dall'art. 2447-*sexies* c.c. QUATTROCCHIO, Commento all'art. 2421 c.c., in "Il nuovo diritto societario. Commentario", diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, II, Zanichelli, Bologna, 2004, p. 1321; CORSI, La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari, in "Giurisprudenza Commerciale", 2003, p. 419.

⁴⁵⁷ Oltre al silenzio dell'art. 2478 c.c., nessuna indicazione viene fornita in tal senso né dall'art. 2483 c.c., né dalla dottrina; stante, quindi, l'assenza di un apposito "libro" plasmato sul modello dall'art. 2421 c.c., si spezza il parallelismo tra le obbligazioni delle s.p.a. ed i titoli di debito delle s.r.l.

a mente che nel 2009 il legislatore ha abrogato il numero uno dell'art. 2478 c.c., primo comma, il quale annoverava tra i libri sociali obbligatori il libro dei soci⁴⁵⁸.

Per questo, in ragione degli elementi presi in considerazione e dello stato attuale dell'elaborazione dottrinale, deve ritenersi che la soluzione più equilibrata (e quindi preferibile) sia quella di non obbligare le società innovativa a responsabilità limitata a dotarsi di un libro dei portatori degli strumenti finanziari⁴⁵⁹; sarà, però, possibile che un siffatto obbligo sia fatto discendere da una specifica disposizione statutaria⁴⁶⁰.

Infine, dopo aver esaminato le varie tappe che contraddistinguono la procedura di emissione, è opportuno soffermarsi sul momento in cui materialmente si realizza la conversione in quote di capitale sociale.

A seguito dell'esercizio del diritto di conversione (che dovrà essere comunicato all'organo amministrativo con le modalità specificate nel regolamento di emissione), oppure al verificarsi dell'evento determinante la conversione automatica (per gli strumenti convertendi), sarà necessario che la società predisponga una situazione patrimoniale aggiornata in modo da mettere in evidenza l'effettiva consistenza della riserva SFP e capire se essa sia stata – *medio tempore* – erosa dalle perdite⁴⁶¹; se la riserva risulta essere inalterata, verrà

⁴⁵⁸ L'abrogazione è stata disposta dall'art. 16, comma 12 *septies* d.l. 29 novembre 2008, n. 185, convertito con modificazioni dalla l. 28 gennaio 2009, n. 2. Oggi, dunque, ai sensi dell'art. 2478 c.c., i libri sociali obbligatori che devono essere tenuti da una società a responsabilità limitata (oltre a quelli indicati dall'art. 2214 c.c.) sono: il libro delle decisioni dei soci, il libro delle decisioni degli amministratori ed il libro delle decisioni del collegio sindacale.

⁴⁵⁹ L'ambiguità del legislatore e la presenza di argomenti a sostegno sia dell'una che dell'altra tesi conducono a sposare questa soluzione che potremmo definire come quella meno gravosa per la società. Sarebbe sbagliato pensare che tale ricostruzione sia lesiva dei diritti di informazione spettanti ai soci ed ai terzi, in quanto anche qualora fosse ritenuto obbligatorio il libro dei portatori degli strumenti finanziari costoro non sarebbero legittimati a consultarlo; infatti, secondo l'art. 2422 c.c. (che definisce il regime per l'ispezione dei libri sociali nelle s.p.a.) il diritto di esaminare i libri contabili di cui all'art. 2421 c.c. spetta "al rappresentante comune degli obbligazionisti per i libri indicati nei numeri 2) e 3) dell'articolo 2421, e al rappresentante comune dei possessori di strumenti finanziari ed ai singoli possessori per il libro indicato al numero 8) [ovvero il libro dei portatori di strumenti finanziari], ai singoli obbligazionisti per il libro indicato nel numero 7) dell'articolo medesimo".

⁴⁶⁰ Sottolineano l'opportunità che vi sia una clausola statutaria che imponga la necessità di tenere il libro dei portatori degli strumenti finanziari PORTALE, Commento all'art. 2421 c.c., *cit.*, p. 2145; PUGLIESE, Commento all'art. 2421 c.c., *cit.*, p. 950.

⁴⁶¹ In giurisprudenza il Tribunale sez. spec. Impresa - Napoli, 25/02/2016, *cit.*, p. 6, ha precisato come, "al fine di salvaguardare l'esigenza della corrispondenza del capitale reale a quello nominale, la conversione (capitalizzazione) degli SFP non potrebbe mai avvenire al lordo delle

impiegata per liberare l'aumento di capitale, altrimenti l'incremento del capitale sociale potrà essere realizzato solamente per la minor somma risultante dalla situazione patrimoniale aggiornata⁴⁶². Nei trenta giorni successivi al perfezionamento della conversione, conformemente al disposto dell'ultimo comma dell'art. 2481-*bis* c.c., gli amministratori dovranno depositare per l'iscrizione al registro delle imprese un'attestazione da cui risulti l'aumento di capitale sociale concretamente effettuato⁴⁶³.

9. La circolazione degli strumenti finanziari e le altre modalità di disinvestimento

Un tema tutt'altro che secondario che si pone nel momento in cui si intende realizzare un investimento in una società (sia essa innovativa o meno) è rappresentato dall'individuazione delle strategie di *exit*, ovvero delle tecniche che consentono all'investitore, uscendo dalla società, di recuperare le risorse investite e di realizzare – sperabilmente – un profitto⁴⁶⁴.

perdite subite dalla società”, motivo per il quale essa non può prescindere da una verifica della situazione patrimoniale “redatta al momento dell'esercizio del diritto da parte dei titolari degli apporti”. Nello stesso senso, in dottrina, REDOANO, Il “*Simple Agreement for Future Equity*” nel diritto italiano, cit., p. 992, nota 74; BUSANI, Massime notarili e orientamenti professionali. Strumenti finanziari partecipativi (SFP), in “le Società” 2019, p. 1163; D'ATTORRE, Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi, nota a Tribunale di Napoli Sez. spec. Impresa, 24 febbraio 2016, in “Notariato”, 2016, p. 276; CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 166 - Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni (artt. 2346, comma 6, c.c.), cit., p. 3.

⁴⁶² La presenza di questo momento intermedio rappresentato dalla necessaria predisposizione di una situazione di una situazione patrimoniale aggiornata impedisce di estendere agli strumenti finanziari una conclusione cui la dottrina è giunta per le obbligazioni convertibili, ovvero che “la dichiarazione di conversione integra la sottoscrizione del deliberato aumento di capitale e segna il momento in cui l'azionista acquisisce lo *status* di socio” (così LUONI, Le obbligazioni convertibili, cit., p. 638 e ss.). Infatti, solamente nel caso in cui il vaglio sulla consistenza della riserva SFP dia esito positivo il titolare degli strumenti finanziari acquisirà la qualifica di socio.

⁴⁶³ Questa ricostruzione, attinente alla fase più propriamente esecutiva della conversione, replica lo schema fissato dall'art. 2420-*bis* c.c., comma tre, per le obbligazioni convertibili e tiene conto del fatto che i titolari degli strumenti finanziari possono esercitare il diritto di conversione in momenti diversi.

⁴⁶⁴ Il tema della determinazione delle strategie di *exit* è particolarmente delicato, in quanto, come sottolineato da un Autore (GIAMPIERI, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, cit., p. 435), è concreto il rischio che vengano introdotte delle modalità di liquidazione dell'investimento tali da determinare una riqualificazione della natura giuridica dello stesso (ciò significa che l'investimento originariamente qualificato come di quasi-

In questo scenario viene, anzitutto, in considerazione la questione della circolazione degli strumenti finanziari. Nonostante l'art. 26, del d.l. 179/2012 rimanga del tutto silente sul punto e non replichi il disposto dell'art. 2346 c.c., comma sesto (il quale prevede che “*lo statuto ne disciplina [...], se ammessa, la legge di circolazione*”), deve ugualmente ritenersi che un ruolo preponderante sia svolto dall'autonomia privata.

Un preliminare aspetto da affrontare attiene al se la trasferibilità degli strumenti finanziari sia o meno un tratto ineliminabile della fattispecie: secondo la dottrina di gran lunga prevalente, la risposta a quest'interrogativo è negativa, potendosi escludere *tout court* la trasferibilità degli strumenti finanziari⁴⁶⁵. Questa conclusione è ricavabile direttamente dal testo dell'art. 2346 c.c., in quanto l'inciso “*se ammessa*” andrebbe riferito alla circolazione (intesa in senso generale) degli strumenti finanziari, e non specificamente alla legge di circolazione⁴⁶⁶. Inoltre, proprio per la formulazione della norma, la regola di *default*, applicabile in caso di silenzio dello statuto e del regolamento di emissione, è il divieto di trasferire gli strumenti finanziari, essendo necessario, nel caso in cui si volesse consentire la cessione dei medesimi, un'espressa previsione in tal senso⁴⁶⁷.

equity potrebbe acquisire – in ragione delle peculiari modalità di *exit* – i connotati di un investimento a titolo di debito, con tutte le conseguenze che ne derivano in termini di disciplina).

⁴⁶⁵ Cfr. FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, *cit.*, p. 228; MIGNONE, Commento all'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 656; SALAFIA, Strumenti finanziari alternativi ad azioni ed obbligazioni, in “le Società”, 2014, p. 1302; BARTOLACELLI, La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi, *cit.*, p. 179, nota 80; ABRIANI, Le azioni e gli altri strumenti finanziari, *cit.*, p. 346 e ss.; GIAMPIERI, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, *cit.*, p. 415; SPADA, Provista del capitale e strumenti finanziari, in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 2009, p. 637 e ss.; NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 63 e ss.; LIBONATI, Gli strumenti finanziari partecipativi, *cit.*, p. 585, 592; FESTA FERRANTE, Gli strumenti finanziari partecipativi, in “Rivista del Notariato”, 2008, p. 1257, nota 48; CORSI, La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari, *cit.*, p. 416.

⁴⁶⁶ Questa conclusione si fonda su un argomento logico prima ancora che giuridico: infatti, come sostenuto da NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 64, “il verbo ammettere, utilizzato al participio passato nell'ultima parte dell'art. 2346, comma 6, che qui si commenta, non pare avere alcun significato se riferito alla legge di circolazione, mentre invece ne ha (e molto) se riferito alla circolazione *tout court*, la quale – come detto – potrebbe non essere consentita (*rectius*, ammessa), in virtù di apposita previsione statutaria”.

⁴⁶⁷ È comunque opportuno, per fugare ogni possibile dubbio, che lo statuto o il regolamento di emissione indichino espressamente se gli strumenti finanziari sono trasferibili o meno.

Giova ricordare come quello della non trasferibilità sia un vincolo che, ai sensi dell'art. 2469 c.c., secondo comma, può essere impresso anche alle partecipazioni sociali; tuttavia, mentre in questo caso il legislatore riconosce – espressamente – al socio (e ai suoi eredi) il diritto di recesso *ex art. 2473 c.c.*, un analogo diritto non è attribuibile – implicitamente – ai titolari degli strumenti finanziari⁴⁶⁸.

Il divieto assoluto di trasferire gli strumenti finanziari assolve ad un'importante funzione di protezione dei soci soprattutto nei casi in cui sia stato pattuito il diritto di conversione in *equity*: grazie all'intrasferibilità, infatti, saranno esclusivamente i sottoscrittori degli strumenti finanziari a poter acquisire una quota del capitale sociale (e, quindi, lo *status* di socio), per cui i soci manterranno l'assoluto controllo sulla composizione soggettiva della compagine sociale⁴⁶⁹.

È però possibile che lo statuto ed il regolamento di emissione consentano il trasferimento degli strumenti finanziari a terzi⁴⁷⁰; in questo caso (come

⁴⁶⁸ Un Autore (BARTOLACELLI, La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi, *cit.*, p. 65), ritenendo che questa situazione (ovvero l'impossibilità di trasferire gli strumenti finanziari) sia iniqua per l'investitore, propone di applicare in via analogica l'art. 2355-*bis* c.c. (il quale è replicato per le s.r.l. dall'art. 2469 c.c., seppure con alcune modifiche), così da limitare a massimo cinque anni (due per le s.r.l.) l'intrasferibilità degli strumenti finanziari. Si tratta però di una ricostruzione che è rimasta isolata tra gli interpreti e che non convince anche per le differenze strutturali che sussistono tra la partecipazione al capitale sociale e gli strumenti finanziari: mentre la prima, come si è già avuto modo di ricordare, è un *quid* imprescindibile e non eliminabile, gli strumenti finanziari rappresentano un istituto meramente eventuale, che, tra l'altro, presuppone a monte una negoziazione tra società ed investitore, motivo per il quale non vi è ragione di forzare l'inserimento nel regolamento di emissione di un limite temporale al divieto di trasferire gli strumenti finanziari. È questa, d'altronde, una conclusione che pare coerente con il primario interesse della società emittente di evitare l'ingresso nella compagine sociale di soggetti indesiderati, i quali, in virtù delle prerogative patrimoniali ed amministrative attribuibili, potrebbero essere titolari di un potere di ingerenza tutt'altro che trascurabile.

⁴⁶⁹ Per incrementare il livello di tutela e non vanificare la *ratio* sottesa al divieto di trasferire gli strumenti finanziari, è opportuno che siano già inserite nello statuto delle clausole (come quella di gradimento o di prelazione) che limitino la libertà del socio di trasferire le proprie partecipazioni sociali.

⁴⁷⁰ Stante la possibilità di vietare totalmente la circolazione degli strumenti finanziari, deve ritenersi certamente legittima una previsione che faccia dipendere il trasferimento dei medesimi a delle condizioni, come, per esempio, l'ottenimento del gradimento da parte di un organo sociale. Per questo, secondo NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 64 (ma così anche ABRIANI, Le azioni e gli altri strumenti finanziari, *cit.*, p. 347; GIAMPIERI, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, *cit.*, p. 415, nota 109), l'eventuale pattuizione di una clausola di "mero" gradimento non determinerebbe

precisato dall'art. 2346 c.c.) sarà necessario che l'emittente determini la legge di circolazione in modo da individuare le regole che dovranno essere seguite per la cessione degli strumenti finanziari. Dato che secondo la dottrina l'incorporazione nei titoli di credito degli strumenti finanziari è una caratteristica solo eventuale (ove avvenisse i titoli di credito sarebbero qualificabili come causali ed a letteralità incompleta), le opzioni di cui l'autonomia privata può servirsi sono diverse⁴⁷¹. È, anzitutto, possibile che gli strumenti finanziari siano dematerializzati e si opti per un regime di circolazione scritturale; così facendo lo scambio della *chartula* è sostituito da un sistema di iscrizioni ed annotazioni sui registri tenuti da intermediari autorizzati e organismi di gestione accentrata (quali Monte Titoli S.p.A.)⁴⁷². Un'altra soluzione, applicabile anche nel caso in cui si consenta la circolazione degli strumenti finanziari senza però specificarne la modalità, è quella che impone di seguire le regole generali della cessione del contratto (artt. 1406 c.c. e ss.)⁴⁷³.

Oltre alla cessione degli strumenti finanziari, il disinvestimento può realizzarsi anche secondo modalità diverse. Una di queste, come si è già avuto modo di anticipare, è rappresentata dal diritto di recesso⁴⁷⁴; si tratta di una prerogativa che può rivelarsi particolarmente utile per fronteggiare delle situazioni eccezionali idonee ad incrinare il rapporto di fiducia con la compagine sociale e a rendere impossibile la permanenza dell'investitore nella società. Le

l'applicazione analogica dell'art. 2355-*bis* c.c., comma due, “nella parte in cui per le azioni ne prevede l'inefficacia se tali clausole non prevedono, a carico della società o degli altri soci, un obbligo di acquisto oppure il diritto di recesso” (per le s.r.l. il riferimento è all'art. 2469 c.c., comma due, il quale prevede come unica “via di fuga” il diritto di recesso).

⁴⁷¹ Dato che la questione è già stata affrontata al capitolo terzo, ci si permette di rinviare al medesimo per ogni opportuna considerazione. Ci si limita, in questa sede, a svolgere una precisazione: anche qualora la circolazione degli strumenti finanziari non sia consentita è ben possibile che l'emittente rilasci dei certificati rappresentativi degli strumenti finanziari partecipativi; essi però andranno intesi come meri documenti di legittimazione *ex art.* 2002, con l'unico scopo di identificare colui che ha diritto alla prestazione (così NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 65).

⁴⁷² Cfr. NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 65.

⁴⁷³ Questo rappresenta un evidente svantaggio per l'investitore, in quanto l'art. 1406 c.c. esige, affinché si perfezioni la cessione, che il contraente ceduto (ovvero la società emittente) presti il suo consenso.

⁴⁷⁴ Si rinvia al capitolo precedente per una più completa ricostruzione del diritto di recesso e delle sue caratteristiche.

parti potranno senza dubbio replicare (tutte così come solo alcune) le cause legali indicate dal legislatore all'art. 2473 c.c., tuttavia l'autonomia privata potrà anche individuarne di ulteriori, in modo da tenere conto delle particolarità del caso concreto. Potrebbe essere utile, per esempio, far dipendere il diritto di recesso dall'adozione da parte degli organi sociali di particolari decisioni ritenute dall'investitore pericolose per il suo investimento, oppure dalla cessazione dalla carica di uno (o più) amministratori o sindaci specificamente individuati⁴⁷⁵.

Non c'è dubbio, però, che nelle società innovative la via per eccellenza per procedere al disinvestimento sia quella che implica l'esercizio del diritto di conversione in *equity*; infatti, gli investitori professionali (con ciò intendendosi coloro che svolgono quest'attività per professione e non i soggetti menzionati dall'art. 2483 c.c., in materia di titoli di debito), sin dal momento in cui decidono di investire in una start up o PMI innovativa, hanno come obiettivo – soprattutto nell'ambito di operazioni di *venture capital* – quello di acquisire la qualifica di socio per poi cedere la partecipazione ad altri operatori economici, in modo da recuperare l'investimento effettuato e conseguire un certo margine di profitto. A seconda però che la conversione sia configurata come un diritto potestativo oppure consegua – automaticamente – al verificarsi di una delle condizioni previste nel regolamento di emissione, cambierà il grado di facilità con cui il titolare degli strumenti finanziari riuscirà a monetizzare il suo investimento⁴⁷⁶; ne consegue, in particolare per l'ipotesi da ultimo menzionata, che questa strategia di *exit* rappresenta sì la naturale – e auspicata – evoluzione

⁴⁷⁵ Oltre a queste ipotesi, in dottrina (DACCÒ, CIAN, La s.r.l.: la struttura finanziaria, *cit.*, p. 716; SPINA, Il recesso del socio nella s.r.l., in “Tecniche contrattuali e attività notarile”, Atti dei convegni di Palermo, 6 giugno 2014 - Milano, 23 gennaio 2015 - Catania, 16 ottobre 2015 (Supplemento telematico al n. 2/2015), reperibile al sito <https://elibrary.fondazione-notariato.it/indice.asp?pub=51&mn=3>, p. 3) si ammette il diritto di recesso anche in caso di incremento dell'esposizione debitoria, di trasferimento della sede in determinate regioni italiane, di cessione di determinati beni sociali, di perdita dei requisiti per essere considerata una start up (o PMI) innovativa.

⁴⁷⁶ Infatti, nel caso in cui siano emessi degli strumenti convertendi (o, comunque, se il diritto di conversione è subordinato al verificarsi di un determinato evento), la scelta del momento in cui disinvestire è sottratta alla volontà dell'investitore, essendo esposto anche quest'ultimo al verificarsi di uno degli accadimenti indicati nel regolamento di emissione.

dell'investimento originariamente effettuato, ma, al contempo, non si può negare come essa non dipenda *in toto* alla volontà dell'investitore.

10. Segue. Strumenti finanziari con diritto (o obbligo) di riscatto

Tra i meccanismi in grado di consentire allo strumentista di recuperare l'investimento effettuato è, infine, annoverabile il diritto di riscattare gli strumenti finanziari in capo alla società emittente o ai soci⁴⁷⁷; si tratta di una modalità di disinvestimento che, anche in ragione del disposto dell'art. 2437-*sexies* c.c. (rubricato "azioni riscattabili"), è pacificamente ammessa dagli interpreti⁴⁷⁸. Essa, tuttavia, presenta una peculiarità che è in grado di distinguerla dalle ipotesi già esaminate: mentre le altre fattispecie (ovvero il trasferimento degli strumenti finanziari a terzi, l'esercizio del diritto di conversione e del diritto di recesso) fondano la loro operatività sulla volontà dell'investitore, in questo caso il recupero delle risorse apportate dal finanziatore è connesso ad una decisione che rientra nel dominio esclusivo della società o dei soci. Inoltre, per le caratteristiche che connotano il diritto di riscatto, esso può essere inteso non solo come un metodo di disinvestimento, ma anche come una tecnica per procedere alla risoluzione del rapporto tra emittente e sottoscrittore, in modo da sciogliere il vincolo che lega le due parti⁴⁷⁹.

⁴⁷⁷ Questa prerogativa è senza dubbio in grado di incidere sulla partecipazione al rischio d'impresa degli strumentisti e sulla qualificazione giuridica degli strumenti finanziari; per un approfondimento di queste problematiche, si rinvia al capitolo precedente.

⁴⁷⁸ Cfr. SAGLIOCCA, La conversione dei crediti delle banche in strumenti di quasi-capitale quale strategia societaria per le ristrutturazioni del debito, *cit.*, p. 401; BONATO, L'emissione di SFP a servizio della ristrutturazione: apporto, diritto di recesso e obbligo di riscatto, in "le Società", 2017, p. 573; BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), in "le Società", 2012, p. 1197 e ss.; GIAMPIERI, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, *cit.*, p. 437; NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 144; CALVOSA, L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento, in "Rivista del Diritto Commerciale", 2006, p. 206; PISANI MASSAMORMILE, Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi, in "Rivista di Diritto Societario", 2003, p. 1308. La conclusione a cui sono giunti gli interpreti sembra essere confermata anche dal dato normativo, in quanto il secondo comma, dell'art. 2349 c.c., nel disciplinare gli strumenti finanziari assegnabili ai prestatori di lavoro, introduce la possibilità che lo statuto ponga delle "norme particolari riguardo alle condizioni di esercizio dei diritti attribuiti, alla possibilità di trasferimento ed alle eventuali cause di decadenza o riscatto".

⁴⁷⁹ Cfr. SAGLIOCCA, La conversione dei crediti delle banche in strumenti di quasi-capitale quale strategia societaria per le ristrutturazioni del debito, *cit.*, p. 401. In particolare, l'Autore precisa

Ciò che emerge da questa ricostruzione è che il diritto di riscatto si sostanzia in un potere spettante alla società emittente (oppure ai suoi soci); per questo è opportuno interrogarsi sulla legittimità di una previsione statutaria che ne consentisse il libero esercizio (creando una sorta di riscatto “*ad nutum*”): secondo l’opinione che prevale tra gli interpreti (che hanno affrontato il problema in relazione alle azioni riscattabili emesse *ex art. 2437-sexies c.c.*)⁴⁸⁰ la soluzione preferibile è quella negativa, in quanto il diritto *de quo* deve ritenersi esercitabile unicamente al verificarsi di una delle “*situazioni specifiche, oggettive e predeterminate*”⁴⁸¹ dallo statuto a pena di nullità (o inefficacia)⁴⁸².

A livello di struttura (seppur con un’inversione dei ruoli), il diritto di riscatto è molto simile al diritto di conversione esercitabile al verificarsi di una

che “attribuendo alla società un potere di riscatto (ad una data fissa o al verificarsi di determinati eventi), questa potrebbe riutilizzare gli strumenti finanziari senza doverli annullare, ma trasferendoli a soggetti diversi, permettendo nel contempo al precedente titolare di percepire un’indennità che tenga conto del valore reale di tali strumenti”.

⁴⁸⁰ In ragione della sostanziale omogeneità tra i due meccanismi, le conclusioni cui sono giunti gli interpreti per le azioni riscattabili devono ritenersi valide anche per gli strumenti finanziari riscattabili.

⁴⁸¹ In questi termini Corte Appello - Milano 14/07/1982, in “Giurisprudenza Commerciale”, 1983, 3, p. 404.

⁴⁸² Cfr. RESCIGNO D., Limiti e strumentalità della clausola di riscatto di azioni con prestazioni accessorie, in “Giurisprudenza Commerciale”, 2020, p. 387, 392; GINEVRA, I titoli azionari. Legittimazione del socio e circolazione delle azioni, in “Diritto commerciale, vol. III”, a cura di M. Cian, G. Giappichelli, 2020, Torino, p. 346; SALAFIA, Le azioni riscattabili, in “le Società”, 2019, p. 797; DI BITONTO, L’inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437 *sexies* c.c., in “le Società”, 2008, p. 420; DE MARTINIS, Le azioni riscattabili, in “La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata”, 2006, p. 396; CENTONZE, Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società, in “Banca borsa titoli di credito”, 2005, p. 53; OPPO, Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni, in “Rivista di Diritto Civile”, 2003, p. 487; CALVOSA, La clausola di riscatto nella società per azioni, Giuffrè, Milano, 1995, p. 275 e ss.; PRESTI, Le clausole di riscatto nelle società per azioni, in “Giurisprudenza Commerciale”, 1983, p. 404; PORTALE, Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto, in “Rivista delle Società”, 1982, p. 773 e ss. In questo senso, in giurisprudenza, Tribunale - Milano, 02/05/2017, in “DeJure”, p. 2; Corte Appello - Milano 14/07/1982, *cit.*, p. 404. Sostengono invece la tesi opposta MAGLIULO, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., IPSOA, 2004, p. 116 e, se ben si è compreso, CARCANO, Riscatto di azioni e azioni riscattabili, in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 1983, p. 515. Le ragioni a sostegno di questa conclusione sono diverse: per alcuni (CALVOSA, La clausola di riscatto nella società per azioni, *cit.*, p. 275) le condizioni oggettive sarebbero in grado di evitare che il riscatto si traduca in strumento di arbitrario allontanamento di un soggetto non più gradito; per altri (PRESTI, Le clausole di riscatto nelle società per azioni, *cit.*, p. 404; PORTALE, Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto, *cit.*, p. 774), invece, le circostanze specifiche, oggettive e predeterminate, essendo richieste da tutte le norme che, in tema di società di persone o di società di capitali, regolano le ipotesi di esclusione o decadenza del socio, esprimerebbero un principio generale del sistema applicabile anche in questo caso.

delle condizioni pattuite nel regolamento di emissione, in quanto in entrambe le ipotesi si è in presenza di un soggetto titolare di un potere e di un soggetto esposto all'esercizio del medesimo. Inoltre, in ambedue le fattispecie, il verificarsi dell'evento non determina automaticamente la liquidazione dell'investimento, essendo quest'eventualità rimessa alla volontà del soggetto titolare del potere, il quale potrebbe anche decidere esercitarlo.

In relazione a questa modalità di disinvestimento, spetterà al regolamento di emissione un duplice compito, ovvero quello di fissare le regole del procedimento di liquidazione e quello di individuare la sorte degli strumenti finanziari una volta esercitato il diritto di riscatto.

Quanto al procedimento di liquidazione, si ritiene, anzitutto, che la disciplina del recesso non debba trovare necessariamente applicazione, potendo le parti optare anche per una procedura differente⁴⁸³: ciò sta a significare che le regole fissate dall'art. 2473 c.c. saranno seguite unicamente nel caso in cui il regolamento di emissione vi rinvii espressamente oppure nel caso in cui questo sia rimasto silente e non abbia dettato alcuna disciplina per la liquidazione dell'investimento. Nel caso in cui le parti optino per una procedura diversa si ritiene (anche se parte della dottrina sembra essere di diverso avviso)⁴⁸⁴ che

⁴⁸³ Cfr. BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), *cit.*, p. 1198; NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 144.

⁴⁸⁴ Un Autore (NOTARI, Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese, *cit.*, p. 1145 e ss.), nel sostenere la non applicazione del principio di equa valorizzazione per gli strumenti finanziari, afferma che "può aver senso ricorrere agli s.f.p. (...) solo quando ricorrano le seguenti condizioni: (i) anzitutto, che il contenuto che si intenda attribuire agli strumenti finanziari da emettere, in termini di diritti patrimoniali e diritti amministrativi, non sia pienamente (o facilmente) compatibile con la fattispecie delle obbligazioni (...); (ii) e al contempo che non siano volute o coerenti con le esigenze del caso concreto le conseguenze derivanti dalla emissione di azioni, vuoi in termini di diritti patrimoniali, vuoi in termini di diritti di governance, vuoi ancora in termini di limiti o diritti inderogabilmente applicabili alle azioni (si pensi ad esempio al limite del valore minimo della c.d. equa valorizzazione in caso di recesso o di riscatto oppure al diritto di opzione necessariamente spettante a tutte le azioni)". Nello stesso senso anche NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell'art. 2346 c.c., *cit.*, p. 144. Invocano, invece, l'applicazione del principio di equa valorizzazione SAGLIOCCA, La conversione dei crediti delle banche in strumenti di quasi-capitale quale strategia societaria per le ristrutturazioni del debito, *cit.*, p. 401; BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), *cit.*, p. 1198; GIAMPIERI, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, *cit.*, p. 437.

l'unico limite da rispettare sia rappresentato dal principio di equa valorizzazione degli strumenti finanziari, in modo da evitare che il *quantum* da riconoscere all'investitore sia esposto all'arbitrio della società (la quale, per esempio, potrebbe sfruttare il diritto di riscatto per liquidare l'investitore ad una cifra esigua rispetto a quanto apportato, nonostante le risorse raccolte con gli strumenti finanziari abbiano favorito lo sviluppo economico dell'emittente)⁴⁸⁵.

Quanto, invece, alla sorte degli strumenti finanziari a seguito dell'esercizio del diritto di riscatto, ove questo sia riconosciuto alla società emittente le soluzioni a disposizione dell'autonomia privata sono sostanzialmente due: il regolamento potrà disporre l'annullamento⁴⁸⁶ oppure

⁴⁸⁵ La ragione su cui si fonda questa conclusione è rinvenibile sostanzialmente nel carattere trasversale del principio dell'equa valorizzazione. Esso viene in considerazione, anzitutto, con riferimento alla clausola di trascinamento (o clausola di *drag along*): infatti, secondo la ricostruzione che pare preferibile, per la legittimità di tale clausola occorrerebbe a pena di nullità l'equa valorizzazione delle partecipazioni trascinate (si rinvia, per un approfondimento della tematica, a TIMPANO, Le clausole di covendita, in "Rivista del Notariato", 2019, p. 477 e ss., e, in giurisprudenza, a Corte appello sez. II - Roma, 03/02/2020, n. 782 in "DeJure"). Il principio dell'equa valorizzazione trova poi applicazione anche in tema di riscattabilità delle quote di s.r.l.: nonostante il silenzio del legislatore (manca, infatti, per questo tipo di società una norma analoga all'art. 2437-*sexies* c.c.) gli interpreti ammettono la riscattabilità delle quote di una società a responsabilità limitata a condizione però che la clausola statutaria di riscatto rispetti il principio di equa valorizzazione (così CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 153 - Riscattabilità delle quote della s.r.l., (artt. 2469 e 2473-bis c.c.), in "www.consiglionotarilemilano.it", 17 maggio 2016). Alcuni potrebbero obiettare che nel caso del riscatto degli strumenti finanziari (differentemente dalle fattispecie appena esaminate) non viene in considerazione una partecipazione al capitale sociale, con la conseguenza che il principio *de quo* non avrebbe ragione di trovare applicazione. Questo argomento non è però convincente; infatti, come si è avuto modo di approfondire al capitolo precedente, in virtù degli elementi che connotano gli strumenti finanziari di quasi-capitale si è assistito ad un notevole avvicinamento tra le due fattispecie, al punto che addirittura la riserva SFP è esposta alle perdite d'esercizio prima del capitale sociale. A ciò si aggiunga che l'elemento veramente dirimente ai fini dell'applicazione del principio in esame non è tanto il tipo di investimento effettuato (ossia di *equity* o di quasi-capitale), bensì il meccanismo con cui si consente alla società di estromettere dalla compagine sociale un soggetto senza che sia necessario il suo consenso. Quest'esigenza di protezione dell'individuo che viene estromesso emerge anche con riferimento alla disciplina dell'esclusione del socio di s.r.l. (art. 2473-*bis* c.c.): infatti, nonostante l'esclusione sia possibile solo se sussiste una giusta causa (quindi una situazione che rende oggettivamente non opportuna la permanenza del socio nella società), la norma prevede che si applicherà l'art. 2473 c.c. in tema di recesso per la liquidazione della quota, non ammettendosi così l'impiego di meccanismi "punitivi" nei confronti del socio. Infine, secondo alcuni Autori (TIMPANO, Le clausole di covendita, in "Rivista del Notariato", 2019, p. 477; DI BITONTO, Clausola statutaria di c.d. *drag along*: chi era costei?, nota a Tribunale di Milano, Ord., 31 marzo 2008, in "le Società", 2008, p. 1373, 1383 e ss.), per giustificare l'applicazione del principio *de quo* si potrebbe invocare anche l'art. 42 Cost., in quanto esso avrebbe la funzione di evitare un'espropriazione della ricchezza dell'individuo.

⁴⁸⁶ Cfr. BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), *cit.*, p. 1198, i quali (a nota 43) riportano la clausola di un regolamento di

potrà consentirne il trasferimento a terzi, così da determinare una successione (in senso soggettivo) dal lato dell'investitore⁴⁸⁷; alquanto singolare (e probabilmente illegittima) sarebbe, invece, la previsione che consentisse alla società emittente di conservare la titolarità degli strumenti finanziari riscattati⁴⁸⁸.

Finora si è considerato il riscatto come un diritto attribuibile alla società ed ai suoi soci, motivo per il quale, in queste ipotesi, saranno costoro a decidere se esercitare o meno questa prerogativa; ciò non toglie però, come si è già avuto modo di accennare, che il riscatto possa essere inteso anche come obbligo⁴⁸⁹. L'elemento identitario di questa fattispecie è l'automatismo che lega il verificarsi dell'evento condizionante – individuato nel regolamento di emissione – al riscatto: infatti, nel caso in cui l'evento si realizzi, non vi sarà alcuna libertà decisionale in capo ai soggetti (*i.e.* la società o i soci) gravati dall'obbligo, in quanto costoro non potranno evitare di riscattare gli strumenti finanziari⁴⁹⁰.

Ad un attento osservatore, inoltre, non può sfuggire una particolarità che viene in evidenza se si guarda la fattispecie dalla prospettiva dell'investitore: all'obbligo di riscatto facente capo alla società emittente corrisponde il diritto dello strumentista di “vendere” alla medesima gli strumenti finanziari, con la

emissione (operazione deliberata nell'ottobre 2009) che recita così “a decorrere dal 1 luglio 2013, la Società avrà la possibilità di riscattare tutti e non meno di tutti gli SFP emessi, corrispondendo per ciascun SFP un ammontare corrispondente ad un IRR del 10% sul relativo apporto. In tal caso gli SFP verranno annullati”.

⁴⁸⁷ Cfr. SAGLIOCCA, La conversione dei crediti delle banche in strumenti di quasi-capitale quale strategia societaria per le ristrutturazioni del debito, *cit.*, p. 401.

⁴⁸⁸ Ad una conclusione differente si deve giungere per i casi in cui il diritto di riscatto spetti ad uno o più soci: in questo caso, infatti, non si rinvengono ragioni che impediscano a colui che ha esercitato il diritto di riscatto di conservare la titolarità degli strumenti finanziari.

⁴⁸⁹ Questa configurazione, come si è già avuto modo di accennare al capitolo precedente, è ritenuta legittima dagli interpreti. Così SAGLIOCCA, La conversione dei crediti delle banche in strumenti di quasi-capitale quale strategia societaria per le ristrutturazioni del debito, *cit.*, p. 401 e ss.; BONATO, L'emissione di SFP a servizio della ristrutturazione: apporto, diritto di recesso e obbligo di riscatto, *cit.*, p. 573 e ss. e, seppur relativamente alle azioni con obbligo di riscatto, CALVOSA, Azioni e quote riscattabili: delimitazione dei confini di operatività dell'istituto, in “le Società”, 2019, p. 1327. È, invece, contrario all'ammissibilità delle azioni con obbligo di riscatto DE MARTINIS, Le azioni riscattabili, *cit.*, p. 389.

⁴⁹⁰ Per le ricadute che l'obbligo di riscatto genera a livello bilancistico, il rischio che l'operazione sia oggetto di riquilibrificazione e i criteri di liquidazione si rinvia al capitolo precedente.

conseguenza che – sempre secondo questa prospettiva – si va a replicare *mutatis mutandis* il modello dell'opzione *put* attribuibile ai soci⁴⁹¹.

Per questa ragione, unitamente all'automatismo poc'anzi menzionato, è chiaro come questa configurazione rappresenti un'efficace soluzione per il disinvestimento, anche se presuppone a monte una corretta individuazione degli eventi che determinano il riscatto⁴⁹².

Infine, così come per il diritto di riscatto, anche in questo caso il regolamento dovrà chiarire la sorte degli strumenti finanziari a seguito del riscatto.

⁴⁹¹ Da quest'assimilazione è possibile ricavare un ulteriore argomento a sostegno dell'ammissibilità degli strumenti finanziari con obbligo di riscatto: infatti, nonostante permangano delle posizioni contrarie all'interno della giurisprudenza di merito, recentemente ed in più occasioni, la Corte di Cassazione si è pronunciata a favore della legittimità dell'opzione *put* (cfr. Cassazione civile sez. I - 07/10/2021, n. 27227, in "OneLegale"; Cassazione civile sez. I - 04/07/2018, n. 17500, in "DeJure"; Cassazione civile sez. I - 04/07/2018, n. 17498, in "DeJure").

⁴⁹² Per esempio, a tutela dell'investitore, si potrebbe inserire l'obbligo di riscatto in capo alla società nel caso in cui la start up innovativa perda i requisiti che le consentono di rivestire tale qualifica.

Conclusioni

Giunti all'epilogo della trattazione è opportuno fare un bilancio dell'istituto degli strumenti finanziari che tenga conto delle considerazioni svolte finora.

Senza dubbio la scelta del legislatore di consentire l'utilizzo dell'istituto anche alle s.r.l. start up e PMI innovative è da vedere con favore, anche se sarebbe stato opportuno concedere questa facoltà a tutte le s.r.l. PMI⁴⁹³; l'istituto, infatti, seppur tradendo – in un certo senso – la funzione per la quale era stato immaginato dal legislatore (come si è già avuto modo di ricordare esso era stato pensato per realizzare il c.d. *work for equity*), offre una via alternativa per il finanziamento dell'impresa, favorendo l'attrazione di capitali in grado di sostenere lo sviluppo dell'iniziativa economica⁴⁹⁴. La novità sicuramente di maggior rilievo riguarda la disciplina degli strumenti finanziari: essi, infatti, non sono (automaticamente) assoggettati alle norme dettate per i titoli di debito, motivo per cui se essi costituiscono un mezzo di finanziamento che presenta maggiori profili di rischio, allo stesso tempo non si può negare come l'assenza dei numerosi vincoli posti dall'art. 2483 c.c. ne faciliti l'impiego⁴⁹⁵.

Il principale punto di forza della fattispecie è da rinvenirsi nel relativamente limitato numero di norme imperative da rispettare per procedere all'emissione, con la conseguenza che l'autonomia privata potrà usufruire di uno spazio maggiore per adeguare la fattispecie alle esigenze delle parti; con ogni

⁴⁹³ Come si è già avuto modo di affermare, gli argomenti portati dagli interpreti non sono sufficienti per estendere in via interpretativa a tutte le s.r.l. PMI la legittimazione ad emettere strumenti finanziari; per ulteriori considerazioni sul punto si rinvia al secondo paragrafo del primo capitolo.

⁴⁹⁴ L'istituto ha assunto una rilevanza strategica anche nell'ambito del sostegno pubblico alle società innovative: CDP *venture capital* SGR (acronimo di Cassa Depositi e Prestiti) gestisce, tra gli altri, un fondo destinato ad essere utilizzato per sottoscrivere specificamente gli strumenti finanziari (convertendi) emessi dalle società innovative.

⁴⁹⁵ Come si è avuto modo di approfondire al terzo capitolo, i vincoli posti dal legislatore all'emissione dei titoli di debito rappresentano un presidio per fronteggiare la maggiore flessibilità che connota il modello della s.r.l. rispetto alla s.p.a. e sono pensati nell'interesse dell'investitore. Per questo se la possibilità di emettere strumenti finanziari di quasi-capitale rappresenta un mezzo per facilitare la raccolta di risorse sul mercato, allo stesso tempo non si può negare come la mancata applicazione delle regole poste dall'art. 2483 c.c. esponga l'investitore ad un livello maggiore di rischio. Ciò non toglie che comunque costui potrà tutelarsi attraverso un'attenta predisposizione delle clausole del regolamento di emissione.

probabilità è questo il fattore che più di ogni altro sarà in grado di favorire la diffusione dell'istituto, anche se non è scontato che il ricorso al medesimo sia destinato ad incrementare⁴⁹⁶.

Tuttavia, se l'ampio spazio concesso all'autonomia privata rappresenta il principale elemento che connota l'istituto, non si possono ignorare i rischi che derivano dalla totale assenza di norme che individuino i limiti entro i quali gli operatori possono muoversi: se, inevitabilmente, ciò determina una maggiore responsabilizzazione per le parti, non si può trascurare che uno dei principali fattori in grado di disincentivare gli investimenti nelle imprese è l'incertezza normativa⁴⁹⁷.

Un ulteriore vantaggio che l'istituto degli strumenti finanziari è in grado di offrire agli operatori consiste nel fatto che essi permettono alla società di ampliare i piani su cui essa può raccogliere risorse per lo sviluppo della propria attività d'impresa, rompendo la tradizionale dicotomia tra capitale (sociale) e debito. Ciò sta a significare che nei casi in cui la società intenda acquisire dei nuovi finanziamenti senza però riconoscere agli investitori la qualifica (oltre che le prerogative) di socio oppure senza voler incrementare la propria esposizione debitoria potrà avvalersi dell'istituto in commento. L'utilità degli strumenti finanziari emerge soprattutto se la fattispecie viene messa a paragone con il tradizionale investimento in *equity*: nonostante essi abbiano in comune la collocazione contabile, è evidente come la possibilità di modulare i diritti patrimoniali e amministrativi consenta di adattare la fattispecie alle esigenze delle parti, senza dover necessariamente rispettare i vincoli imposti dalla partecipazione sociale.

⁴⁹⁶ Più ancora che per le start up innovative, si ritiene che quest'istituto possa avere un'ampia diffusione tra le s.r.l. PMI innovative, in quanto (differentemente dalle start up) queste hanno un *business* maggiormente consolidato che consente di semplificare la valutazione del rischio e delle potenzialità di sviluppo da parte degli investitori.

⁴⁹⁷ Le società innovative presentano (per loro natura) maggiori profili di rischio rispetto alle società non innovative: se a ciò si aggiunge anche la totale assenza di limiti normativi in grado di offrire certezza all'interprete, è evidente che aumenta la possibilità che l'istituto venga impiegato solo in via residuale.

Chiariti questi profili, considerato che l'emissione di strumenti finanziari convertibili o convertendi è un'operazione a struttura complessa, è ora opportuno andare a ricapitolare gli aspetti principali dell'operazione così da mettere in evidenza le questioni che la delibera ed il regolamento di emissione dovranno prendere in considerazione nel disciplinare la fattispecie.

Il primo aspetto che le parti devono precisare è costituito dalla natura degli strumenti finanziari; esse devono, cioè, decidere se gli strumenti finanziari saranno destinati alla raccolta di risorse a titolo di quasi-capitale oppure a titolo di debito. Questo binomio (come si è avuto modo di approfondire ai capitoli precedenti) assume una rilevanza centrale non solo nel momento dell'emissione ma anche successivamente ad essa, in quanto non è sufficiente per qualificare lo strumento in termini di quasi-*equity* che venga escluso *ab origine* il diritto al rimborso dell'apporto, essendo possibile una successiva riqualificazione della fattispecie ove questa presenti le caratteristiche proprie degli strumenti di debito⁴⁹⁸. La natura degli strumenti finanziari costituisce un aspetto centrale della fattispecie perché è quello da cui dipende la disciplina applicabile, derivando dal carattere di debito degli strumenti finanziari l'applicazione delle norme previste per i titoli di debito (quindi, sostanzialmente, dell'art. 2483 c.c.)⁴⁹⁹; inoltre, una precisa presa di posizione sul punto mette al riparo le parti dal rischio di riqualificazione della fattispecie (e da tutte le conseguenze che ne derivano)⁵⁰⁰.

Qualora le parti optino per degli strumenti di quasi-capitale (e quindi scelgano quella che dovrebbe rappresentare la naturale configurazione degli

⁴⁹⁸ Nonostante il diritto al rimborso dell'apporto sia il principale indicatore che consente di qualificare gli strumenti finanziari come strumenti di debito, non si può ignorare come questa qualifica possa derivare anche da altri elementi della fattispecie, come il diritto di recesso *ad nutum* oppure l'obbligo di riscatto degli strumenti finanziari facente capo alla società. Per l'analisi delle conseguenze derivanti dal fatto che gli strumenti finanziari abbiano natura di debito e per una disamina delle configurazioni in grado di determinare una riqualificazione degli strumenti di quasi-capitale in strumenti di debito si rinvia rispettivamente al capitolo terzo e quarto.

⁴⁹⁹ Per questa ragione, se le parti intendono avvalersi dei vantaggi di disciplina previsti per gli strumenti finanziari evitando i numerosi vincoli e rigidità proprie della disciplina dei titoli di debito dovranno strutturare l'operazione come finalizzata alla raccolta di risorse a titolo di capitale.

⁵⁰⁰ Si ricorda che (come statuito dal Tribunale sez. IV - Bologna, 01/10/2020, in "DeJure", p. 6) il diritto alla restituzione dell'apporto dev'essere oggetto di un'espressa previsione del regolamento di emissione, non potendo essere ritenuto sussistente nel caso in cui manchi una clausola che lo contempla.

strumenti finanziari nelle società innovative), è opportuno che regolino la fattispecie anche dal punto di vista contabile; un'operazione siffatta determina, infatti, la creazione di un'apposita riserva di patrimonio netto, la quale (nonostante sia targata a favore dei titolari degli strumenti finanziari) è esposta, così come le altre poste del netto, alle perdite d'esercizio⁵⁰¹. Per questo è importante che il regolamento di emissione chiarisca: l'ordine in cui le varie poste del patrimonio netto verranno erose dalle perdite d'esercizio, se i diritti patrimoniali e amministrativi sopravvivranno all'integrale erosione della riserva SFP e se sono previsti dei meccanismi volti a favorire la ricostituzione della riserva *de qua*⁵⁰².

Definiti questi aspetti che potremmo definire in un certo senso statici, la delibera di emissione deve disciplinare i diritti che la società intende attribuire ai titolari degli strumenti finanziari, ovvero quelle prerogative patrimoniali o anche amministrative che lo strumentista può esercitare⁵⁰³. In base alle caratteristiche che essi concretamente avranno si potrà parlare di diritti a carattere partecipativo oppure di diritti non partecipativi (da cui deriva la natura partecipativa o meno degli strumenti finanziari)⁵⁰⁴.

Quanto ai diritti patrimoniali è necessario avere consapevolezza del divieto di distribuzione degli utili per il periodo di incubazione della start up posto dall'art. 25 del d.l. 179/2012, da cui deriva che quello che rappresenta il principale diritto patrimoniale che spetta ai soci (ovvero il diritto alla distribuzione dell'utile) non può essere riconosciuto agli investitori in strumenti

⁵⁰¹ Per una più ampia trattazione della questione e dei limiti che incontrano le parti nella sterilizzazione delle perdite si rinvia al secondo capitolo del presente lavoro.

⁵⁰² L'introduzione di clausole volte a favorire il ripristino dell'integrità della riserva SFP assume una rilevanza cruciale soprattutto nei casi in cui sia incorporato negli strumenti finanziari il diritto di conversione in quote, il quale (come ha stabilito anche la giurisprudenza di merito) può essere esercitato solo se la riserva SFP non è stata azzerata dalle perdite e solamente per il *quantum* effettivamente presente.

⁵⁰³ Secondo l'orientamento prevalente (oggetto di ampio approfondimento al secondo e al quarto capitolo) la presenza dei diritti patrimoniali è imprescindibile, riflettendo questi la causa dell'operazione di emissione degli strumenti finanziari; da ciò deriva che nella reale disponibilità delle parti ci saranno unicamente i diritti di tipo amministrativo, dovendo per converso sempre essere presenti delle prerogative di carattere patrimoniale.

⁵⁰⁴ Come si è già avuto modo di chiarire la distinzione fondata sul criterio della "partecipatività" ha più che altro una valenza descrittiva, motivo per il quale si ritiene opportuno collocarla in secondo piano rispetto alla distinzione tra strumenti di debito o di quasi-capitale.

finanziari⁵⁰⁵. È sicuramente attribuibile, invece, il diritto a partecipare alla liquidazione della società, anche se, com'è stato precisato anche dalla giurisprudenza di merito, è necessario che questo diritto sia stato espressamente pattuito dalle parti, non essendo ricavabile implicitamente dallo schema contrattuale⁵⁰⁶; ne consegue che ove la società intenda riconoscere tale prerogativa agli strumentisti la delibera di emissione lo dovrà indicare espressamente.

Tra i diritti patrimoniali che le parti possono inserire nel regolamento di emissione è annoverabile anche il diritto di conversione degli strumenti finanziari in quote di capitale sociale così da creare le condizioni affinché l'originario investimento di quasi-capitale diventi un vero e proprio investimento in *equity*. In questo caso il regolamento di emissione dovrà regolare in modo puntuale la fattispecie, indicando se quello in esame è un diritto liberamente esercitabile dallo strumentista oppure se la conversione si realizzerà automaticamente al verificarsi di taluni eventi concordati dalle parti. A ciò si aggiunga che le parti dovranno concordare anche il rapporto di cambio a cui verranno convertiti gli strumenti finanziari, in modo da predeterminare il criterio per l'attribuzione della quota di capitale sociale all'investitore. Poiché è stata estesa anche alle s.r.l. start up e PMI innovative la possibilità di emettere categorie di quote fornite di diritti diversi, è preferibile che al momento dell'emissione il regolamento specifichi anche se allo strumentista verranno attribuite quote "ordinarie" oppure quote appartenenti ad una specifica categoria; infatti, la possibilità di convertire gli strumenti finanziari in quote appartenenti ad una determinata categoria mette la società nella condizione di mantenere (anche a seguito della conversione degli strumenti finanziari) la distinzione tra i soci *founder* ed i soci investitori e di

⁵⁰⁵ Nessun divieto sussiste all'attribuzione di un diritto di questo genere nelle s.r.l. PMI innovative, per le quali il legislatore non impone la non distribuzione degli utili, e per le società per azioni che emettano *ex art. 2346 c.c.* strumenti finanziari. Relativamente all'ammissibilità di un diritto alla percezione dell'utile conseguito (e non distribuito) e alla configurabilità di un diritto a partecipare alla ripartizione delle riserve si rinvia al capitolo quarto.

⁵⁰⁶ Cfr. Tribunale sez. IV - Bologna, 01/10/2020, *cit.*, p. 6.

modulare diversamente il contenuto dei diritti attribuibili per meglio soddisfare le pretese di questi ultimi⁵⁰⁷.

Oltre alle prerogative di carattere patrimoniale, sono attribuibili ai titolari degli strumenti finanziari anche diritti di tipo amministrativo ad esclusione del diritto di voto. Al di là del dibattito sorto in ordine al diritto da ultimo menzionato, assumono una particolare rilevanza i diritti a carattere difensivo attraverso i quali il titolare degli strumenti finanziari può esercitare un controllo sulla società e monitorare lo svolgimento dell'attività sociale; per questo è opportuno che il regolamento di emissione chiarisca se spetta o meno un diritto di controllo e se questo vada esercitato personalmente (sul modello di quanto previsto dall'art. 2476 c.c.) oppure se vada inteso come diritto di nominare un membro del collegio sindacale⁵⁰⁸.

Due ulteriori tematiche che devono essere prese in considerazione dalla delibera di emissione sono quelle relative alla circolazione degli strumenti finanziari e alle modalità di disinvestimento. Come si è avuto modo di chiarire *supra*, la circolazione degli strumenti finanziari non costituisce un tratto ineliminabile della fattispecie, ben potendo il regolamento di emissione escludere totalmente tale eventualità. Per converso, nel caso in cui si intenda consentire il trasferimento degli strumenti finanziari, spetterà all'autonomia privata il compito di determinare la legge di circolazione e di precisare se gli strumenti finanziari saranno incorporati o meno in titoli di debito. Ove si consenta la circolazione, il regolamento di emissione dovrà, inoltre, precisare se questa è totalmente libera oppure se sussistono dei meccanismi volti a limitare la libera trasferibilità degli strumenti finanziari; infatti, soprattutto nel caso in cui questi attribuiscano il diritto di conversione in quote l'introduzione di clausole limitative della circolazione assume un ruolo fondamentale, in quanto rappresenta l'unico strumento con cui la società può evitare l'ingresso nella compagine sociale di soggetti sgraditi. A questi fini potrà essere riconosciuto ai soci il diritto di

⁵⁰⁷ Si potranno così configurare delle partecipazioni con un diritto di voto depotenziato ma che garantiscano un utile maggiorato.

⁵⁰⁸ Per un'analisi delle ricadute che derivano dalla scelta dei due modelli si veda il capitolo precedente.

prelazione nel caso in cui uno strumentista manifesti la volontà di dismettere l'investimento oppure si potrà inserire una clausola di gradimento per subordinare al consenso di un organo sociale il perfezionamento della cessione⁵⁰⁹.

Il disinvestimento può essere realizzato anche secondo tecniche diverse rispetto alla cessione degli strumenti finanziari; quanto ai meccanismi che rientrano tra le potestà dell'investitore, un ruolo importante è svolto dal diritto di recesso, il cui esercizio può essere ammesso ove si verifichi taluno degli eventi individuati dalle parti nel regolamento di emissione⁵¹⁰. È però anche possibile che la liquidazione dell'investitore avvenga per volontà di altri soggetti (come la società oppure i soci); questo è quello che accade, per esempio, nei casi in cui venga pattuito in favore della società o dei soci il diritto di riscattare gli strumenti finanziari⁵¹¹.

Al fine di garantire il maggior livello di completezza possibile del regolamento di emissione ed evitare vuoti di disciplina da colmare in via interpretativa, le parti dovrebbero individuare anche le modalità per modificare le condizioni del prestito e le regole da seguire in caso di delibera assembleare che arrechi un pregiudizio agli strumentisti. Con riferimento al primo aspetto, il regolamento di emissione potrebbe prevedere che le modifiche al medesimo siano adottate con il consenso della maggioranza dei titolari degli strumenti finanziari, in modo da agevolare l'aggiornamento delle condizioni contrattuali⁵¹²; quanto, invece, al secondo aspetto si ritiene opportuno che venga inserita una specifica clausola in modo da non rendere necessaria l'applicazione in via interpretativa dell'art. 2376 c.c. in tema di s.p.a.⁵¹³

⁵⁰⁹ Si tratta però di clausole che devono essere inserite dalle parti nel regolamento di emissione, non essendovi alcuna norma che introduca *ex lege* limiti di questo tipo.

⁵¹⁰ Per un'analisi dell'utilità di questo diritto e per comprendere su sussistono delle cause legali di recesso presenti di *default* si veda il paragrafo dedicato alle modalità di disinvestimento nel presente capitolo.

⁵¹¹ Per l'ammissibilità e l'analisi delle caratteristiche del diritto *de quo* si rinvia oltre che al paragrafo precedente anche al capitolo quarto.

⁵¹² Ove invece il regolamento sia rimasto silente sul punto, si ritiene che sia necessario il consenso di tutti gli strumentisti per poter modificare le singole clausole.

⁵¹³ Per esempio, un regolamento di emissione di strumenti finanziari convertendi che si è potuto consultare prevede espressamente che "le decisioni dell'assemblea dei soci della Società che

pregiudichino i diritti degli Strumentisti potranno essere assunte a fronte del consenso espresso dalla Maggioranza degli Strumentisti”. Quanto al tema dell’applicazione analogica delle norme in materia di s.p.a. si rinvia a quanto detto al primo capitolo.

INDICE DELLE OPERE CITATE

1. ABATE, BOSTICCO, Commento all'art. 58 l. fall., in "Commento alla Legge Fallimentare", in "OneLegale.WoltersKluwer.it", (aggiornamento a cura Perrino).
2. ABRIANI, Commento all'art. 2476 c.c., in "Commentario del Codice Civile" diretto da E. Gabrielli, DELLE SOCIETÀ - DELL'AZIENDA - DELLA CONCORRENZA, a cura di D. U. Santosuosso, Vol. II, UTET Giuridica, 2015, p. 601-615.
3. ABRIANI, La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata, in "Rivista di Diritto Societario", 2019, 3.
4. ABRIANI, Le azioni e gli altri strumenti finanziari, in "Le società per azioni", a cura di N. Abriani, S. Ambrosini, O. Cagnasso, P. Montalenti, in "Trattato di diritto commerciale", diretto da G. Cottino, vol. IV, Cedam, 2010.
5. ABRIANI, Struttura finanziaria, assetti proprietari e assetti organizzativi della società a responsabilità limitata PMI. "Que reste-t-il della s.r.l.?", relazione al IX convegno annuale dell'associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale, in "Orizzonti del Diritto Commerciale", Roma, 23-24 febbraio 2018.
6. ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, in "Start up e P.M.I. innovative", opera diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, 2020, p. 799-841.
7. AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital* e la nuova s.r.l., in "Orizzonti del Diritto Commerciale", 2020, 2.
8. AGSTNER, CAPIZZI, GIUDICI, Il design contrattuale delle startup *VC-financed* in Italia, in "Analisi Giuridica dell'Economia", 2021, 1-2.
9. ALLECA, L'intangibilità della posizione del socio di s.r.l., in "Rivista delle Società", 2017, 5.
10. ALLECA, Titoli di debito e concordato, in "Giurisprudenza Commerciale", 2017, 6.

11. AVERARDI, CATALDI, CRUCITTI, DI SERI, FERRARO, GIUSTI, MACCHIA, SALTARI, SCIASCIA, TURCHINI, VESPERINI, VINCI, L'intervento pubblico a sostegno dell'economia, in "Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico", 2021, 4.
12. BACCETTI, Postergazione dei finanziamenti anomali e prestito obbligazionario, in "il Societario", 16 dicembre 2016.
13. BAIO, Versamenti in conto futuro aumento capitale e riserva legale, in "Notariato", 2020, 5.
14. BALP, Prestiti obbligazionari e finanziamenti dei soci "in qualsiasi forma effettuati": sulle ragioni della difficoltosa convivenza delle rispettive discipline, nota a Tribunale Milano, 25 luglio 2014, n. 9748, in "Banca Borsa Titoli di Credito", 2015, 2.
15. BARTOLACELLI, La partecipazione non azionaria nella s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi, Giuffr , Milano, 2012.
16. BEI, Nuovo diritto societario e «*private equity*»: spunti di riflessione alla luce della riforma, in "le Societ " 2004, 9.
17. BELLEZZA, Diritti particolari del socio: i diritti amministrativi, in "Srl: pratica, casi e crisi", Atti del Convegno tenutosi a Roma 21 febbraio 2009, reperibile in "<https://elibrary.fondazione-notariato.it/publicazioni.asp>", maggio 2009.
18. 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 "Rivista delle societ ", 2018, 5-6.
19. BENAZZO, La s.r.l. start-up innovativa, in "Le nuove leggi civili commentate", 2014, 1.
20. BIANCA, La causa, in "Diritto civile. Il contratto", vol. III, (3° ed.), Giuffr , 2019, p. 409-448.
21. BIANCA, La condizione, in "Diritto civile. Il contratto", vol. III, (3° ed.), Giuffr , 2019, p. 489-513.

22. BIANCHINI, Commento all'art. 2479 c.c., in "Commentario breve al Codice Civile", a cura di G. Cian, CEDAM, in "OneLegale.WoltersKluwer.it", ultimo aggiornamento aprile 2022.
23. BONATO, L'emissione di SFP a servizio della ristrutturazione: apporto, diritto di recesso e obbligo di riscatto, in "le Società", 2017, 5.
24. BRIGHENTI, Brevi riflessioni sul diritto di voto dei titolari di strumenti finanziari partecipativi e sul principio di supremazia degli azionisti, in "Orizzonti del Diritto Commerciale", 2018, 3.
25. BUSANI, I titoli di debito nella s.r.l., in "www.notaio-busani.it".
26. BUSANI, Massime notarili e orientamenti professionali. Strumenti finanziari partecipativi (SFP), in "le Società" 2019, 10.
27. BUSANI, SAGLIOCCA, Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di *restructuring*, in "le Società", 2011, 8.
28. BUSANI, SAGLIOCCA, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (SFP), in "le Società", 2012, 11.
29. BUSANI, Srl, nello statuto utili attribuiti ai soci con assetto variabile, in "il Sole 24 ORE", 27 luglio 2016.
30. BUSANI, Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni, in "le Società", 2013, 12.
31. BUSI, Le modifiche statutarie per la gestione del *crowdfunding*, in "Società e Contratti, Bilancio e Revisione", 2018, 2.
32. BUTTURINI, I diritti del socio di s.r.l. e l'autonomia statutaria, CEDAM, 2018.
33. CAGNASSO, FREGONARA, Le società innovative (I parte) - Società innovative oggi e domani, in "Giurisprudenza italiana", 2021, 8-9.
34. CAGNASSO, La s.r.l. "aperta", in "Start up e P.M.I. innovative", opera diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, 2020, p. 227-256.
35. CAGNASSO, La s.r.l. piccola e media impresa (p.m.i.), in "Le società a responsabilità limitata", a cura di C. Ibba e G. Marasà, Giuffrè, 2020, p. 125.

36. CAGNASSO, La società a responsabilità limitata, in “Trattato di diritto commerciale”, diretto da G. Cottino, V, Padova, Cedam, 2007.
37. CAGNASSO, Le società innovative (I parte) - La società a responsabilità limitata "aperta", in “Giurisprudenza italiana”, 2021, 8-9.
38. CAGNASSO, Le società innovative (I parte) – Premessa, in “Giurisprudenza italiana”, 2021, 8-9.
39. CAGNASSO, Note in tema di s.r.l. start up innovative: un nuovo tipo societario a durata limitata?, in “Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini”, Giuffré, 2015.
40. CAGNASSO, Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. P.M.I., relazione al XXXII Convegno di studio su “Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?”, Courmayeur, 14 - 15 settembre 2018, reperibile al sito “<https://www.fondazionecourmayeur.it/>”.
41. CAGNASSO, S.r.l. aperta, in “Nuove Leggi Civili e Commerciali”, 2020, 5.
42. CAGNASSO, Start up e P.M.I. innovative in forma di s.r.l., in “Start up e P.M.I. innovative”, opera diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, 2020, p. 257-260.
43. CALVOSA, Azioni e quote riscattabili: delimitazione dei confini di operatività dell’istituto, in “le Società”, 2019, 12.
44. CALVOSA, L’emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento, in “Rivista del Diritto Commerciale”, 2006, 1-3.
45. CALVOSA, La clausola di riscatto nella società per azioni, Giuffré, Milano, 1995.
46. CAMPOBASSO, I titoli di debito, in “Le società a responsabilità limitata”, a cura di C. Ibba, G. Marasà, Giuffré, 2020.
47. CAMPOBASSO, Obbligazioni di società, in “Digesto Commerciale”, in “OneLegale.WoltersKluwer.it”, 1994.

48. CAPELLI, Commento all'art. 2247 c.c., in "Codice Civile commentato", a cura di G. Bonilini, M. Confortini, C. Granelli, in "OneLegale.WoltersKluwer.it" (aggiornamento a cura di De Angelis).
49. CAPELLI, Commento all'art. 2476 c.c., in "Codice Civile commentato", a cura di G. Bonilini, M. Confortini, C. Granelli, in "OneLegale.WoltersKluwer.it", aggiornamento a cura di De Angelis.
50. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding* e i diritti del socio, in "Orizzonti del Diritto Commerciale", 2014, 6.
51. CARCANO, Riscatto di azioni e azioni riscattabili, in "Banca Borsa Titoli di Credito", 1983, 4, II parte.
52. CARRARO, Titoli di massa e nuovo diritto delle società, Padova, 2005.
53. CASALI, I titoli di debito nella società a responsabilità limitata, in "Le Società", 2005, 12.
54. CASÒ, La classificazione degli strumenti di raccolta finanziaria: la descrizione del problema, il contenuto dello IAS 32, il caso delle azioni di risparmio: debito o patrimonio?, in "Rivista dei Dottori Commercialisti", 2004, 2.
55. CAVALAGLIO, Commento all'art. 2437-*sexies* c.c., in "Commentario del Codice Civile" diretto da E. Gabrielli, DELLE SOCIETÀ - DELL'AZIENDA - DELLA CONCORRENZA, a cura di D. U. Santosuosso, Vol. II, UTET Giuridica, 2015, p. 1218-1220.
56. CAVAZZUTI, Rischio d'impresa, in "Enciclopedia del Diritto", agg. IV, Giuffrè, 2000, p. 1093-1103.
57. CENTONZE, Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società, in "Banca borsa titoli di credito", 2005, 1.
58. CEROLI, BONSIGNORE, *Venture capital*, in "il Societario", 2019, 10.
59. CERRATO, Aumenti di capitale e diritti del socio di s.r.l., in "Le nuove s.r.l.", diretta da M. Sarale, Bologna, 2008.
60. CESARE, Sovraindebitamento: Liquidazione del patrimonio, in "ilFallimentarista", 19 maggio 2020.

61. CETRA, La pubblicità di impresa, in “Diritto commerciale, vol. I”, a cura di M. Cian, G. Giappichelli, Torino, 2020, p. 107-118.
62. CETRA, Le s.r.l.-p.m.i.: disciplina legale e autonomia statutaria, in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 2020, 6.
63. CHICCO, Commento all’art. 2436 c.c., in “Codice delle società”, a cura di N. Abriani, ed. II, UTET Giuridica, 2016.
64. CIAN, Commento all’art. 2346 c.c., in “Commentario del Codice Civile” diretto da E. Gabrielli, DELLE SOCIETÀ - DELL’AZIENDA - DELLA CONCORRENZA, a cura di D. U. Santosuosso, Vol. I, UTET Giuridica, 2015, p. 888-900.
65. CIAN, Gli strumenti di mobilitazione della ricchezza. Principi fondamentali, in “Diritto commerciale, vol. I”, a cura di M. Cian, G. Giappichelli, Torino, 2020, p. 385-419.
66. CIAN, Il tipo s.r.l.?, in “Nuove Leggi Civili e Commerciali”, 2021, 2.
67. CIAN, L’organizzazione produttiva: elementi costitutivi, in “Diritto commerciale, vol. III”, a cura di M. Cian, G. Giappichelli, Torino, 2020, p. 16-51.
68. CIAN, La nozione di strumento finanziario nel sistema del diritto commerciale, in “*Studium iuris*, rivista per la formazione nelle professioni giuridiche”, CEDAM, 2015, 12.
69. CIAN, La s.r.l.: la struttura organizzativa, in “Diritto commerciale, vol. III”, a cura di M. Cian, G. Giappichelli, Torino, 2020, p. 725-754.
70. CIAN, Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo, in “Le nuove leggi civili commentate”, 2014, 6.
71. CIAN, Società start-up innovative e PMI innovative, in “Giurisprudenza Commerciale”, 2015, 6.
72. CIAN, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di *voice*, Giuffré, Milano, 2006.
73. CIFERRI, ARSÌ, Gli investimenti statali nelle PMI: il *private equity* pubblico, in “Analisi Giuridica dell’Economia”, 2021, 1-2.

74. CIOCCA, Commento all'art. 2437-*sexies*, in "Commento agli artt. 2437-2437-*sexies* del Codice Civile. Recesso e riscatto nelle s.p.a.", a cura di G. Marasà - N. Ciocca, Padova, 2011.
75. CIOCCA, GUACCERO, La raccolta di capitale di rischio delle P.M.I. attraverso i canali tradizionali, in "Start up e P.M.I. innovative", opera diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Bologna, 2020, 843-860.
76. CODAZZI, Una pronuncia della Cassazione su finanziamenti cd. "indiretti" e presupposti della postergazione *ex art.* 2467 c.c., nota a Cassazione Civile, Sez. I, 31 gennaio 2019, n. 3017, in "le Società", 2019, 7.
77. CONDÒ, TONININI, Srl, Start up e PMI innovative, gli orientamenti notarili in tema di strumenti finanziari partecipativi, in "NT+ Diritto – Il Sole 24 ORE", 8 aprile 2021.
78. CORSI, La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari, in "Giurisprudenza Commerciale", 2003, 4.
79. CORSO, S.r.l.-pmi aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori, in "Banca Borsa Titoli di Credito", 2019, 6.
80. COSSU, Le start up innovative in forma di società a responsabilità limitata. Profili privatistici, in "Società, Banche e Crisi d'Impresa", diretto da M. Campobasso – V. Cariello – V. Di Cataldo – F. Guerrera – A. Sciarrone Alibrandi, UTET Giuridica, 2014.
81. COSSU, Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione italiana recente, in "Banca Borsa Titoli di Credito", 2015, 4.
82. COSTA, Commento all'art. 2420-*bis* c.c., in "Codice Civile commentato", a cura di G. Bonilini, M. Confortini, C. Granelli, in "OneLegale.WoltersKluwer.it" (aggiornamento a cura di De Angelis).
83. COSTABILE, NEGRI CLEMENTI, Uno strumento innovativo per le startup, in "Il Sole 24 ORE", Venerdì 7 Agosto 2020.

84. CUCINELLA, La partecipazione alle perdite d'impresa del titolare di strumenti finanziari, nota a Tribunale di Napoli Sez. spec. Impresa, 24 febbraio 2016, in "il Societario", 2016, 10.
85. CUSA, Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari, in "Rivista delle Società", 2019, 4.
86. D'ASCENZO, *Venture capital* record: in Italia supera il miliardo investito, in "Il Sole 24 ORE", 11 febbraio 2022.
87. D'ATTORRE, Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi, nota a Tribunale di Napoli Sez. spec. Impresa, 24 febbraio 2016, in "Notariato", 2016, 3.
88. DACCÒ, CIAN, La s.r.l.: la struttura finanziaria, in "Diritto commerciale, vol. III", a cura di M. Cian, G. Giappichelli, Torino, 2020, p. 683-725.
89. DAL CLERO, Commento all'art. 58 l. fall., in "Codice del Fallimento", a cura di M. Bocchiola e A. Paluchowski, ed. VI, Giuffrè, 2013.
90. DE ACUTIS, Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli «altri strumenti finanziari partecipativi», in "Nuova Giurisprudenza Civile", 2003, 5.
91. DE ACUTIS, Lo scioglimento e la liquidazione delle società di capitali, in "Diritto commerciale, vol. III", a cura di M. Cian, G. Giappichelli, Torino, 2020, p. 761-791.
92. DE MARTINIS, Le azioni riscattabili, in "La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata", 2006, 7-8.
93. DEMURO, Alcune osservazioni sui titoli di debito nelle società a responsabilità limitata, in "Giustizia Civile", 2004, 11.
94. DI BITONTO, Clausola statutaria di c.d. *drag along*: chi era costei?, nota a Tribunale di Milano, Ord., 31 marzo 2008, in "le Società", 2008, 11.
95. DI BITONTO, L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437 *sexies* c.c., in "le Società", 2008, 4.
96. DI BITONTO, La s.r.l. "start-up innovativa", in "Società a responsabilità limitata, guida pratica", in "One Legale", ultimo aggiornamento: settembre 2021.

97. DI GIORGIO, MURRO, Le PMI italiane e la sfida della crescita, in “Analisi Giuridica dell’Economia”, 2021, 1-2.
98. DI MARTINO, Tipico e transtipico nelle categorie speciali di quote delle s.r.l. p.m.i., in “Nuove Leggi Civili e Commerciali”, 2019, 6.
99. DI NARDO, DE LUCA, LUCIDO, SCARDOCCI, Osservatorio sui bilanci delle srl 2019 trend 2017-2019, in “www.fondazione nazionalecommercialisti.it”, 25 ottobre 2021.
100. DI NOLA, RESTUCCIA, Brevi note sull’applicabilità della disciplina del capitale sociale agli strumenti finanziari partecipativi “a tutto rischio”, nota a Tribunale di Napoli Sez. spec. Impresa, 24 febbraio 2016, in “Giurisprudenza Commerciale”, 2017, 4.
101. DOMENICHINI, PRATELLI, Prestito obbligazionario e postergazione legale, nota a Tribunale Milano, 25 luglio 2014, in “Giurisprudenza Commerciale”, 2015, 6.
102. DONATIVI, Le obbligazioni convertibili in azioni, in “Trattato di Diritto Privato”, diretto da P. Rescigno, vol. XVI, tomo III, UTET Giuridica, 2011.
103. DONATIVI, Strumenti di corporate *governance* nel rapporto tra fondi di *private equity* e pmi, in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 2008, 2.
104. FAGGIANA, FUMAROLA, Il diritto societario della pandemia: riflessioni sulla disciplina societaria del patrimonio destinato della cassa depositi e prestiti *ex art. 27* del c.d. decreto rilancio, in “Contratto e impresa”, 2022, 1.
105. FELICETTI, *Venture capital, put options* e patto leonino: ragioni giuridiche ed economiche per una rilettura, in “Analisi Giuridica dell’Economia”, 2021, 1-2.
106. FERRI JR., Fattispecie societaria e strumenti finanziari, in “Rivista di Diritto Commerciale”, 2003, 11-12.
107. FESTA FERRANTE, Gli strumenti finanziari partecipativi, in “Rivista del Notariato”, 2008, 6.

- 108.FESTA FERRANTE, Natura giuridica e vicende dei versamenti in conto capitale e a fondo perduto (o a copertura di perdite), in “Rivista del Notariato”, 2010, 4.
- 109.FICO, Riflessioni sui titoli di debito emessi dalla s.r.l., in “le Società”, 2010, 2.
- 110.FIMMANÒ, Gli strumenti finanziari nella società a responsabilità limitata, in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 2005, 1.
- 111.FREGONARA, I titoli di debito, in “Start up e P.M.I. innovative”, opera diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, 2020, Bologna, p. 779-798.
112. FREGONARA, Imprese innovative e nuove fonti di finanziamento - *l’equity based crowdfunding*: un nuovo modello di finanziamento per le *start up* innovative, in “Giurisprudenza Italiana”, 2016, 10.
- 113.FREGONARA, Le società innovative (I parte) - La struttura finanziaria delle s.r.l. innovative e il loro finanziamento, “Giurisprudenza Italiana”, 2021, 8-9.
- 114.FREGONARA, Le tutele alle start up innovative dopo l’emergenza sanitaria, in “Start up e P.M.I. innovative”, opera diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, 2020, Bologna, p. 1045-1049.
- 115.FREGONARA, Start up innovative: esenzione dal fallimento e procedura di sovraindebitamento, in “Giurisprudenza Italiana”, 2020, 10.
- 116.FREGONARA, Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle società a responsabilità limitata innovative “chiuse”, in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 2017, 5.
- 117.FREGONARA, Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, in “Orizzonti del Diritto Commerciale”, 2021, 1.
- 118.GALGANO, Le società in genere. Le società di persone, Giuffré, Milano, 2007, p. 3-66.

- 119.GARCEA, Le “nuove” s.r.l. e l’autonomia statutaria: partecipazione sociale, indebitamento ed emissione di strumenti finanziari, in “Rivista di Diritto Privato”, 2014, ottobre/dicembre.
- 120.GARESIO, Le società innovative (II parte) - La costituzione e il finanziamento di società innovative alla prova dei fatti, in “Giurisprudenza Italiana”, 2021, 10.
- 121.GERBINI, Gli strumenti di finanziamento ibrido nel fallimento della s.p.a. emittente, nota a Tribunale di Bologna, 01/10/2020, in “il Fallimentarista”, 10 marzo 2021.
- 122.GIAMPIERI, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, in “Giurisprudenza Commerciale”, 2011, 3.
- 123.GIANA, Commento all’art. 700 c.p.c., in “Codice di Procedura Civile commentato”, a cura di L.P. Comoglio e R. Vaccarella, in “OneLegale.WoltersKluwer.it” (aggiornamento a cura di Canali).
- 124.GIANNELLI, Commento all’art. 2483 c.c., in “Società a responsabilità limitata”, a cura di L. A. Bianchi, in “Commentario alla riforma delle società”, diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, Egea, 2008.
- 125.GIANNELLI, Le operazioni sul capitale nella società a responsabilità limitata, in “Giurisprudenza Commerciale”, 2003, 6.
- 126.GIANNELLI, Le operazioni sul capitale nella società a responsabilità limitata, in “La nuova disciplina delle società a responsabilità limitata”, a cura di V. Santoro, Giuffré, Milano, 2003.
127. GIANNELLI, Obbligazioni convertibili, convertende e a conversione sintetica, in “Rivista delle Società”, 2016, 4.
- 128.GIANNELLI, Sulla competenza a deliberare l’emissione di strumenti finanziari partecipativi, in “Rivista del Diritto Commerciale”, 2006, 1.
- 129.GINEVRA, Gli strumenti finanziari diversi da azioni e obbligazioni, in “Diritto commerciale, vol. III”, a cura di M. Cian, G. Giappichelli, Torino, 2020, p. 384-394.

130. GINEVRA, I titoli azionari. Legittimazione del socio e circolazione delle azioni, in “Diritto commerciale, vol. III”, a cura di M. Cian, G. Giappichelli, 2020, Torino, p. 325-346.
131. GINEVRA, Le azioni. Creazione ed estinzione, in “Diritto commerciale, vol. III”, a cura di M. Cian, G. Giappichelli, 2020, Torino, p. 262-291.
132. GINEVRA, Le obbligazioni, in “Diritto commerciale, vol. III”, a cura di M. Cian, G. Giappichelli, 2020, Torino, p. 366-383.
133. GRASSO, Le fattispecie, in “Start up e P.M.I. innovative”, opera diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Bologna, 2020, p. 51-110.
134. GUIDANTONI, Gli strumenti finanziari emessi dalle *start up* innovative, in “Fisco”, 2015.
135. GUIZZARDI, L’impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l., in “Giurisprudenza Commerciale”, 2016, 4.
136. GUIZZARDI, La s.r.l. innovativa, in “La nuova società a responsabilità limitata”, a cura di M. Bione, R. Guidotti, E. Pederzini, APPENDICE DI AGGIORNAMENTO 2016 – 2017.
137. IBBA, La pubblicità legale delle imprese, in “Analisi Giuridica dell’Economia”, 2014, 1.
138. INNOCENTI, Commento all’art. 2467 c.c., in “Codice delle società”, a cura di N. Abriani, ed. II, UTET Giuridica, 2016.
139. INNOCENTI, Gli strumenti finanziari partecipativi alla prova della giurisprudenza, in “le Società”, 2022, 3.
140. INNOCENTI, Gli strumenti finanziari partecipativi, Edizioni Scientifiche Italiane, 2017.
141. LAMANDINI, Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni, in “Banca Borsa Titoli di Credito, 2003, 1.
142. LAMANDINI, Nuovi orientamenti su strumenti finanziari partecipativi irredimibili e incidenza delle perdite, commento a Consiglio Notarile di Milano novembre 2017 - Massima n. 164, in “le Società”, 2018, 4.

- 143.LAMANDINI, Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità nella partecipazione alle perdite, nota a Tribunale di Napoli Sez. spec. Impresa, 25 febbraio 2016, in “le Società”, 2016, 8-9.
- 144.LEMMI, La disciplina dei titoli di debito delle società a responsabilità limitata nel sistema italiano, in “Diritto e Processo”, 2019.
- 145.LIBERTINI, MIRONE, SANFILIPPO, Commento all’art. 2346 c.c., in “Commentario Romano al nuovo diritto delle società”, diretto da F. d’Alessandro, vol. II, Tomo I, Piccin, 2010.
- 146.LIBONATI, Gli strumenti finanziari partecipativi, in “La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive”, Atti del convegno internazionale di studi (Venezia, 10-11 novembre 2006), Giuffrè, 2007.
- 147.LIBONATI, I «nuovi» strumenti finanziari partecipativi, in “Rivista del Diritto Commerciale”, 2007, 1.
- 148.LIMATOLA, Finanziamento “privato” e strumenti finanziari “partecipativi”, in “Banca borsa titoli di credito”, 2018, 2.
- 149.LONATO, TOMMASI, Gli strumenti finanziari partecipativi, un’alternativa per le s.p.a., per le s.r.l. “innovative” e per le società quotate, in “il Societario”, 2020, 4.
- 150.LUONI, Commento all’art. 2483 c.c., in “Il nuovo diritto societario. Commentario”, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, II, Zanichelli, Bologna, 2004.
- 151.LUONI, Le obbligazioni convertibili, in “Società per Azioni. Costituzione e finanziamento”, a cura di M. Sarale e G. Cottino, UTET Giuridica, 2013, p. 575-638.
- 152.MAGLIULO, I poteri degli amministratori di società a responsabilità limitata a seguito del Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza, in “Rivista del Notariato”, 2019, 2.
- 153.MAGLIULO, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., IPSOA, 2004.
- 154.MAININI, Gli strumenti finanziari partecipativi, in “www.studiomainini.com”, 2021, gennaio.

- 155.MALTONI, Il recesso e l'esclusione nella nuova società a responsabilità limitata, in "Notariato", 2003, 3.
- 156.MALTONI, La Srl start-up innovativa, in "Le nuove Srl. Aspetti sistematici e soluzioni operative", Atti dei Convegni di Firenze 18 Ottobre 2013 e di Mestre 23 Gennaio 2014 (N. 1/2014), reperibile al sito <https://elibrary.fondazione-notariato.it/indice.asp?pub=51&mn=3>.
- 157.MALTONI, SPADA, L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata, in "Rivista del Notariato", 2013, 5.
- 158.MANULI, Gli strumenti finanziari partecipativi nelle s.p.a.: riflessioni critiche, in "le Società", 2013, 11.
- 159.MATHUR, *Six charts that show 2021's record year for US venture capital*, in "<https://pitchbook.com/>", January 19, 2022.
- 160.MAUGERI, Quali diritti particolari per il socio di società a responsabilità limitata?, in "Rivista delle Società", 2004, 6.
- 161.MESSORE, La postergazione legale dei finanziamenti erogati da terzi collegati al socio, nota a Tribunale Treviso, 12 marzo 2019, sez. II, in "Giustiziacivile.com", 14 ottobre 2019.
- 162.MIGNONE, Commento all'art. 2346 c.c., in "Codice delle società", a cura di N. Abriani, ed. II, UTET Giuridica, 2016.
- 163.MIGNONE, Strumenti finanziari partecipativi del genere "mezzanino": se sei riserva, non puoi fare il capita...le., nota a Tribunale di Napoli Sez. spec. Impresa, 24 febbraio 2016, in "Banca Borsa Titoli di Credito", 2017, 4.
- 164.MILLONI, Versamenti in conto futuro aumento nelle società di capitali e in particolare nella società a responsabilità limitata: natura giuridica e operatività nei rapporti tra socio erogante e società, nota a Tribunale Roma, 03 febbraio 2015, in "Rivista del Notariato", 2016, 2.
- 165.MONTALENTI, Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli", in "Giurisprudenza Commerciale", 2016, 4.
- 166.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.
- 167.MONTALENTI, Start up, P.M.I. innovative: tipi modelli e mercati finanziari, in “Start up e P.M.I. innovative”, opera diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Bologna, 2020, p. 39-46.
- 168.MONTEVERDE, Il finanziamento dei soci nella s.r.l., in “Giurisprudenza Italiana”, 2022, 4.
- 169.MOSCO, La raccolta dei capitali in un nuovo manuale sulla società per azioni, in “le Società”, 2013, 7.
- 170.NARDECCHIA, Profili di diritto fallimentare, in “Start up e P.M.I. innovative”, opera diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Bologna, 2020, p. 951-964.
- 171.NIGRO, ENRIQUES, *Venture capital* e diritto societario italiano: un rapporto difficile, in “Analisi Giuridica dell’Economia”, 2021, 1-2.
- 172.NIGRO, MALTESE, *Private equity*, fusioni e rinuncia all’*appraisal right*: note su un caso statunitense con cenni all’esperienza italiana, in “Rivista di Diritto Societario”, 2022, 3.
- 173.NOTARI, Analisi *de iure condendo* delle varianti organizzative delle s.r.l. (start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive, in “Osservatorio del diritto civile e commerciale”, 2019, 2.
- 174.NOTARI, Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina, in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 2003, 5.
- 175.NOTARI, GIANNELLI, Commento al comma 6 dell’art. 2346 c.c., in “Azioni”, a cura di M. Notari, in “Commentario alla riforma delle società”, diretto da P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, Egea, 2008.
- 176.NOTARI, Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese, in “Rivista delle Società”, 2018, 4.

177. NOTARI, Il diritto di opzione e la sua esclusione, in “S.R.L. Commentario”, dedicato a G. B. Portale, a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Giuffrè, Milano, 2011, p. 914-923.
178. OCCHILUPO, SRL ordinaria, SRL semplificata e start-up innovative costituite sotto forma di SRL: quali vantaggi da una destrutturazione del diritto societario?, in “Banca Impresa Società”, 2013, 3.
179. ONZA, Commento all’art. 2410 c.c., in “Codice delle società”, a cura di N. Abriani, ed. II, UTET Giuridica, 2016.
180. ONZA, Commento all’art. 2420-*bis* c.c., in “Codice delle società”, a cura di N. Abriani, ed. II, UTET Giuridica, 2016.
181. ONZA, Commento all’art. 2420-*ter* c.c., in “Codice delle società”, a cura di N. Abriani, ed. II, UTET Giuridica, 2016.
182. ONZA, L’“accesso” alla società per azioni ed alla società a responsabilità limitata, in “Giurisprudenza Commerciale, 2020, 4.
183. OPPO, Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni, in “Rivista di Diritto Civile”, 2003, 5.
184. PACE, Controllo interno e organo di controllo, in “Start up e P.M.I. innovative”, opera diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Bologna, 2020, p. 571-598.
185. PALMIERI, La partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari *ex* art. 2346, comma 6, c.c. convertendi in azioni, nota a Tribunale di Napoli Sez. spec. Impresa, 25 febbraio 2016, in “Società”, 2016, 8-9.
186. PASSADOR, Appunti sulla nuova nozione di controllo. Tra principi IAS/IFRS e diritto societario, in “Rivista di Diritto Societario”, 2016, 1.
187. PATRIARCA, Commento all’art. 2483 c.c., in “Codice Civile commentato”, a cura di G. Bonilini, M. Confortini, C. Granelli, in “OneLegale.WoltersKluwer.it” (aggiornamento a cura di De Angelis).
188. PEDERSOLI, Sulla nozione di “finanziamento” ai fini dell’applicazione della regola di postergazione, in “Giurisprudenza Commerciale, 2013, 6.

- 189.PEDERZINI, DE GOTTARDO, Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI s.r.l. sui mercati dei capitali, in “Giurisprudenza Commerciale”, 2022, 2.
- 190.PELLEGRINO, Le pretese patrimoniali dei sottoscrittori degli strumenti finanziari partecipativi in caso di fallimento dell'emittente, in “ilFallimentarista”, 28 giugno 2022.
- 191.PETROBONI, Commento all’art. 2479 c.c., in “Codice Civile commentato”, a cura di G. Bonilini, M. Confortini, C. Granelli, in “OneLegale.WoltersKluwer.it” (aggiornamento a cura di De Angelis).
- 192.PICARDI, Commento all’art. 2420-*bis* c.c., in “Commentario del Codice Civile” diretto da E. Gabrielli, DELLE SOCIETÀ - DELL’AZIENDA - DELLA CONCORRENZA, a cura di D. U. Santosuosso, Vol. II, UTET Giuridica, 2015, p. 905-940.
- 193.PINTO, SPERANZIN, Aumento di capitale “Covid-19” e poteri indisponibili della maggioranza, in “Le nuove leggi civili commentate”, 2021, 1.
- 194.PIRANI, Un’analisi empirica delle PMI innovative: *Much ado about nothing?*, in “Giurisprudenza Commerciale, 2018, 6.
- 195.PISANI MASSAMORMILE, Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi, in “Rivista di Diritto Societario”, 2003, 6.
- 196.PISANI, Commento all’art. 2420-*bis* c.c., in “Commentario breve al Codice Civile”, a cura di G. Cian, CEDAM, in “OneLegale.WoltersKluwer.it”, ultimo aggiornamento aprile 2022.
- 197.POLLASTRO, Le società innovative (II parte) - Il finanziamento delle società innovative tramite *venture capital*, in “Giurisprudenza Italiana”, 2021, 10.
- 198.PORTALE, Appunti in tema di “versamenti in conto futuri aumenti di capitale” eseguiti da un solo socio, in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 1995, 1.
- 199.PORTALE, Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto, in “Rivista delle Società”, 1982, 5-6.

- 200.PORTALE, Commento all'art. 2421 c.c., in "Le società per azioni. Codice civile e norme complementari", diretto da P. Abbadessa e G. Portale, tomo I, Giuffré, Milano, 2016.
- 201.PORTALE, La società per azioni. Principi e problemi (*Scintillae iuris*), in "Banca Borsa Titoli di Credito", 2014, 2.
- 202.PORTALE, Profili dei conferimenti in natura nel nuovo diritto italiano delle società di capitali, in "il Corriere Giuridico", 2003, 12.
- 203.POSTIGLIONE, Commento all'art. 2437-*sexies* c.c., in "Codice delle società", a cura di N. Abriani, ed. II, UTET Giuridica, 2016.
- 204.POSTIGLIONE, Commento all'art. 2481-*bis* c.c., in "Codice delle società", a cura di N. Abriani, ed. II, UTET Giuridica, 2016.
- 205.POSTIGLIONE, Commento all'art. 2481-*ter* c.c., in "Codice delle società", a cura di N. Abriani, ed. II, UTET Giuridica, 2016.
- 206.POTOTSCHNIG, TREVISAN, Disciplina e prova dei diritti portati dagli strumenti finanziari partecipativi, in "le Società", 2021, 11.
- 207.PRESTI, Le clausole di riscatto nelle società per azioni, in "Giurisprudenza Commerciale", 1983, 3, II parte.
- 208.PUGLIESE, Commento all'art. 2421 c.c., in "Commentario del Codice Civile" diretto da E. Gabrielli, DELLE SOCIETÀ - DELL'AZIENDA - DELLA CONCORRENZA, a cura di D. U. Santosuosso, Vol. II, UTET Giuridica, 2015, p. 942-951.
- 209.QUATTROCCHIO, Commento all'art. 2421 c.c., in "Il nuovo diritto societario. Commentario", diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, II, Zanichelli, Bologna, 2004.
- 210.RACUGNO, Le modificazioni del capitale sociale nella nuova s.r.l., in "Rivista delle Società", 2003, 4.
- 211.REDOANO, Il "*Simple Agreement for Future Equity*" nel diritto italiano, in "Banca Borsa Titoli di Credito", 2021, 6.
- 212.RENNA, *Put option* e divieto di patto leonino: tra meritevolezza degli interessi ed interpretazione evolutiva della norma, in "il Corriere giuridico", 2019, 2.

- 213.RESCIGNO D., Limiti e strumentalità della clausola di riscatto di azioni con prestazioni accessorie, in “Giurisprudenza Commerciale”, 2020, 3.
- 214.RESCIO, Operazioni sul capitale, utilizzo delle riserve e strumenti finanziari partecipativi, in “Rivista delle Società”, 2018, 5-6.
- 215.REVIGLIONE, Commento all’art. 2481-*bis* c.c., in “Commentario del Codice Civile” diretto da E. Gabrielli, DELLE SOCIETÀ - DELL’AZIENDA - DELLA CONCORRENZA, a cura di D. U. Santosuosso, Vol. III, UTET Giuridica, 2015, p. 883-889.
- 216.REVIGLIONE, Commento all’art. 2481-*ter* c.c., in “Commentario del Codice Civile” diretto da E. Gabrielli, DELLE SOCIETÀ - DELL’AZIENDA - DELLA CONCORRENZA, a cura di D. U. Santosuosso, Vol. III, UTET Giuridica, 2015, p. 890-891.
- 217.RICCIARDI, Le soluzioni alle criticità finanziarie delle piccole imprese, in “Amministrazione e Finanza”, 2009, 2.
- 218.RINALDI, Strumenti finanziari partecipativi come modalità soddisfacente principale nel concordato preventivo in continuità, in “il Fallimento”, 2021, 1.
- 219.RINALDO, La multiformità della s.r.l., in “Rivista delle Società”, 2020, 5.
- 220.RIVA, Applicabilità dell’art. 2467 c.c. al prestito obbligazionario emesso da una società per azioni, nota a Cassazione civile, 20 giugno 2018, n. 16291, in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 2020, 2.
- 221.ROMANO, Commento all’art. 2346 c.c., in “DeJure.it”.
- 222.ROMANO, Commento all’art. 2351 c.c., in “DeJure.it”.
- 223.ROMANO, Commento all’art. 2476 c.c., in “DeJure.it”.
- 224.ROMANO, Commento all’art. 2481-*bis* c.c., in “DeJure”.
- 225.ROMANO, Commento all’art. 2483 c.c., in “DeJure.it”
- 226.ROPPO, Il contratto, in “Trattato di diritto privato” (2° ed.), a cura di G. Iudica e P. Zatti, Giuffrè, 2011.

227. ROSAPEPE, Appunti su alcuni aspetti della nuova disciplina della partecipazione sociale nella s.r.l., in “Giurisprudenza Commerciale”, 2003, 4.
228. SABINO, Strumenti finanziari partecipativi e fallimento della società emittente, in “Rivista di Diritto Societario”, 2021, 4.
229. SACCO GINEVRI, Il *private equity* di Stato: il caso del Patrimonio Rilancio, in “Analisi Giuridica dell’Economia”, 2021, 1-2.
230. SAGLIOCCA, La conversione dei crediti delle banche in strumenti di quasi-capitale quale strategia societaria per le ristrutturazioni del debito, in “Rivista delle Società”, 2018, 2.
231. SAGLIOCCA, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di partecipazione attiva al governo delle società per azioni, in “Rivista di Diritto Societario”, 2013, 2.
232. SALAFIA, Il nuovo modello di società a responsabilità limitata, in “le Società”, 2003, 1.
233. SALAFIA, Le azioni riscattabili, in “le Società”, 2019, 7.
234. SALAFIA, Strumenti finanziari alternativi ad azioni ed obbligazioni, in “le Società”, 2014, 12.
235. SANGIOVANNI, Commento all’art. 2483 c.c., in “Codice della società a responsabilità limitata”, a cura di O. Cagnasso e A. Mambriani, Neldiritto Editore, 2015.
236. SANTAGATA, Commento all’art. 2447-*sexies* c.c., in “Le società per azioni. Codice civile e norme complementari”, diretto da P. Abbadessa e G. Portale, tomo I, Giuffré, Milano, 2016.
237. SANTAGATA, I diritti particolari dei soci, in “S.R.L. Commentario”, dedicato a G. B. Portale, a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Giuffré, Milano, 2011, p. 284-306.
238. SCARANI, SINTONI, Gli strumenti finanziari partecipativi, in “Bilancio e Revisione”, 2020, 3.
239. SCARPA, Commento all’art. 700 c.p.c., in “DeJure.it”.

240. SCARPA, Strumento finanziario partecipativo come titolo rappresentativo, in “Il Nuovo Diritto delle Società”, 2016, 15.
241. SCHIERA, Commento all’art. 58 l. fall., in “La legge fallimentare”, a cura di M. Ferro, ed. III, CEDAM, 2014.
242. SIGNORELLI, Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi, Giuffré, Milano, 2006.
243. SIGNORELLI, Strumenti finanziari e tecniche di composizione della crisi d’impresa, nota a Tribunale di Ravenna, 29/05/2020, in “il Fallimentarista”, 2020, 12.
244. SIGNORELLI, Strumenti finanziari partecipativi, in “il Societario”, 2017.
245. SIRACUSANO, Commento all’art. 700 c.p.c., in “Codice di Procedura Civile”, ed. VII, tomo II, diretto da N. Picardi, a cura di R. Vaccarella, Giuffré, 2021, p. 4319-4346.
246. SORCI, Contributo alla ricostruzione della fattispecie “strumento finanziario partecipativo” (uno, nessuno o centomila?), in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 2009, 4.
247. SPADA, Azioni e strumenti finanziari, in “Studi e Materiali a cura del Consiglio nazionale del Notariato”, 2004, suppl. n. 2.
248. SPADA, L’emissione dei titoli di debito nella “nuova” società a responsabilità limitata, in “Rivista delle Società”, 2003, 4.
249. SPADA, Provvista del capitale e strumenti finanziari, in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 2009, 6.
250. SPERANZIN, Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l., G. Giappichelli, Torino, 2012.
251. SPERANZIN, Disciplina del non sottoscritto nell’aumento di capitale di s.r.l., in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 2020, 2.
252. SPERANZIN, S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto), in “Rivista delle Società”, 2018, 2.

- 253.SPINA, Il recesso del socio nella s.r.l., in “Tecniche contrattuali e attività notarile”, Atti dei convegni di Palermo, 6 giugno 2014 - Milano, 23 gennaio 2015 - Catania, 16 ottobre 2015 (Supplemento telematico al n. 2/2015), reperibile al sito <https://elibrary.fondazione-notariato.it/indice.asp?pub=51&mn=3>.
- 254.SPOLAORE, Finanziamento “privato” e strumenti finanziari “partecipativi”, in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 2018, 2.
- 255.SPOLIDORO, Apologia delle riserve targate e degli accordi di targatura delle riserve, in “Banca Borsa Titoli di Credito”, 2017, 1.
- 256.SPOLIDORO, Imputazione a capitale dei versamenti in conto futuro aumento di capitale, nota a Tribunale di Palermo, Sez. V, 10 agosto 2021, in “le Società”, 2022, 2.
- 257.SPOLIDORO, Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza, in “Rivista delle Società”, 2020, 2-3.
- 258.STELLA RICHTER JR., Commento all’art. 2483 c.c., in “Codice delle società”, a cura di N. Abriani, ed. II, UTET Giuridica, 2016, aggiornamento a cura di Abriani.
- 259.STELLA RICHTER JR., I titoli di debito delle società a responsabilità limitata, in “Rivista delle Società”, 2005, 5.
- 260.TARABUSI, Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?, in “Giurisprudenza Commerciale”, 2007, 4.
- 261.TENCATI, Le azioni di s.p.a., in “Società di capitali. S.p.A., S.r.l., cooperative”, a cura di F. Santi, Giuffré, 2018, p. 61-280.
- 262.TIMPANO, Le clausole di covendita, in “Rivista del Notariato”, 2019, 2.
- 263.TORRENTE, SCHLESINGER, Manuale di Diritto Privato, a cura di F. Anelli e C. Granelli, ed. XXVII, Giuffré, Milano, 2017, p. 75-90.
- 264.TRINCHESE, La disponibilità e la distribuibilità delle riserve del patrimonio netto: aspetti civilistici e contabili, in “www.fondazione-nazionalecommercialisti.it”, 2017, gennaio.

265. TRONCI, Le riserve “targate” tra diritto e ragioneria, in “Rivista delle Società”, 2012, 6.
266. TULLIO, Finanziamenti finalizzati nella s.p.a.: azioni correlate e strumenti finanziari di partecipazione all'affare, in “Rivista di Diritto Societario”, 2013, 2.
267. TULLIO, Gli investimenti corporate nelle start-up: il *corporate venture capital*, in “Analisi Giuridica dell'Economia”, 2021, 1-2.
268. VALZER, Commento all'art. 2346 c.c., comma sesto, in “Le società per azioni. Codice civile e norme complementari”, diretto da P. Abbadessa e G. Portale, tomo I, Giuffrè, Milano, 2016.
269. VALZER, Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni, G. Giappichelli, Torino, 2012.
270. VARRASI, La costituzione della società a responsabilità limitata, in “Start up e P.M.I. innovative”, opera diretta da O. Cagnasso e A. Mambriani, Zanichelli, Bologna, 2020, p. 277-294.
271. VERBANO, Commento all'art. 2465 c.c., in “Commentario breve al Codice Civile”, a cura di G. Cian, CEDAM, in “OneLegale.WoltersKluwer.it”, ultimo aggiornamento aprile 2022.
272. VERBANO, Commento all'art. 2476 c.c., in “Commentario breve al Codice Civile”, a cura di G. Cian, CEDAM, in “OneLegale.WoltersKluwer.it”, ultimo aggiornamento aprile 2022.
273. VERBANO, Commento all'art. 2481-*bis* c.c., in “Commentario breve al Codice Civile”, a cura di G. Cian, CEDAM, in “OneLegale.WoltersKluwer.it”, ultimo aggiornamento aprile 2022.
274. VERBANO, Commento all'art. 2481-*ter* c.c., in “Commentario breve al Codice Civile”, a cura di G. Cian, CEDAM, in “OneLegale.WoltersKluwer.it”, ultimo aggiornamento aprile 2022.
275. VERBANO, Commento all'art. 2483 c.c., in “Commentario breve al Codice Civile”, a cura di G. Cian, CEDAM, in “OneLegale.WoltersKluwer.it”, ultimo aggiornamento aprile 2022.

276. VIGGIANI, Le riunioni con mezzi di telecomunicazione nelle società di capitali chiuse: disciplina legale e autonomia statutaria, in “il Societario”, 2020.
277. ZANARONE, Della società a responsabilità limitata, in “Il Codice Civile. Commentario”, fondato da P. Schlesinger, diretto da F. D. Busnelli, tomo II, Giuffré, Milano, 2010, p. 1141-1174.
278. ZANARONE, La tutela dei soci di minoranza nella nuova s.r.l., in “Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario”, a cura di G. Cian, Padova, 2004.

INDICE DELLA GIURISPRUDENZA

Giurisprudenza nazionale

1. Cassazione civile sez. un. - 23/10/2006, n. 22659, in “DeJure”.
2. Cassazione civile sez. I - 02/04/2007, n. 8221, in “DeJure”.
3. Cassazione civile sez. I - 24/07/2007, n. 16393, in “DeJure”.
4. Cassazione civile sez. I - 29/09/2011, n. 19955, in “DeJure”.
5. Cassazione civile sez. I - 08/10/2014, n. 21218, in “DeJure”.
6. Cassazione civile sez. I - 20/06/2018, n. 16291, in “DeJure”.
7. Cassazione civile sez. I - 04/07/2018, n. 17498, in “DeJure”.
8. Cassazione civile sez. I - 04/07/2018, n. 17500, in “DeJure”.
9. Cassazione civile sez. I - 31/01/2019, n. 3017, in “OneLegale”.
10. Cassazione civile sez. I - 30/09/2021, n. 26590, in “DeJure”.
11. Cassazione civile sez. I - 07/10/2021, n. 27227, in “OneLegale”.
12. Cassazione civile sez. VI - 16/11/2021, n. 34503, in “DeJure”.
13. Cassazione civile sez. I - 12/05/2022, n. 15087, in “DeJure”.
14. Consiglio di Stato sez. VI - 29/03/2021, n. 2643, in “DeJure”.
15. Corte Appello - Milano 14/07/1982, in “Giurisprudenza Commerciale”, 1983, 3.
16. Corte appello sez. II - Roma, 03/02/2020, n. 782 in “DeJure”.
17. Tribunale sez. IV - Bologna, 09/03/2016, n. 1030 in “DeJure”.
18. Tribunale sez. IV - Bologna, 01/10/2020, in “DeJure”.
19. Tribunale sez. spec. Impresa - Milano, 25/07/2014, in “DeJure”.
20. Tribunale sez. spec. Impresa - Milano, 05/10/2015, in “<https://www.giurisprudenzadelleimprese.it/>”.
21. Tribunale - Milano, 02/05/2017, in “DeJure”.
22. Tribunale sez. spec. Impresa - Milano, 02/06/2022, in “DeJure”.
23. Tribunale - Modena, 22/02/2018, in “DeJure”.
24. Tribunale sez. spec. Impresa - Napoli, 25/02/2016, in “DeJure”.
25. Tribunale - Ravenna, 29/05/2020, in “DeJure”.
26. Tribunale - Roma, 06/07/2017, in “DeJure”.

27. Tribunale sez. II - Treviso, 12/03/2019, in “DeJure”.

Giurisprudenza europea

1. Corte giustizia UE sez. I - 18/12/2008, n. 338, in “DeJure”

INDICE DEGLI ORIENTAMENTI NOTARILI

1. ATLANTE, MARICONDA, La riduzione del capitale per perdite, studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 3658, approvato dalla Commissione Studi Civilistici l'11 dicembre 2001, in "www.notariato.it".
2. ATLANTE, RUOTOLO, Le modifiche ai limiti all'emissione del prestito obbligazionario (il nuovo comma 5 dell'art. 2412 c.c.), studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 143-2014/I, approvato dal CNN l'8-9 maggio 2014, in "www.notariato.it".
3. BUSI, I quorum assembleari della s.r.l. e la loro derogabilità, studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 119-2011/I, approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 23 giugno 2011, in "www.notariato.it".
4. COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima H.J.1 - Esercizio di voto degli strumenti finanziari, in "www.notaitriveneto.it".
5. COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima H.J.2 - Quorum assembleari e strumenti finanziari, in "www.notaitriveneto.it".
6. COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima H.J.3 - Strumenti finanziari e assemblee speciali, in "www.notaitriveneto.it".
7. COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima I.A.2 - Validità temporale della relazione di stima di conferimento, in "www.notaitriveneto.it".
8. COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima I.G.5 - Offerta di sottoscrizione di aumenti di capitale a terzi in assenza di espressa previsione statutaria, in "www.notaitriveneto.it".

9. COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima I.J.1 - Contenuto minimo della clausola che ammette l'emissione di titoli di debito, in "www.notaitriveneto.it".
10. COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima I.J.2 - Titoli di debito al portatore, in "www.notaitriveneto.it".
11. COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima I.J.3 - Convertibilità dei titoli di debito, in "www.notaitriveneto.it".
12. COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima I.N.11 - Assemblee speciali in presenza di quote di categoria, in "www.notaitriveneto.it".
13. COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima I.I.12 - Esempi di diritti particolari attribuibili ai soci, in "www.notaitriveneto.it".
14. COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Motivazione all'orientamento "I.J. - SRL - TITOLI DI DEBITO", in "Orientamenti del comitato triveneto dei notai in materia di atti societari", Wolters Kluwer, 2021.
15. CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, massima n. 66/2018 - Le partecipazioni sociali a tempo, in "www.consiglionotarilefirenze.it".
16. CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, massima n. 67/2018 - Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino, in "www.consiglionotarilefirenze.it".
17. CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, massima n. 69/2018 - Strumenti finanziari partecipativi e disciplina statutaria della incidenza delle perdite, in "www.consiglionotarilefirenze.it".

18. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 42 - Deroga dei quorum legali per le decisioni dei soci di s.r.l. (artt. 2479 e 2479-bis c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 19 novembre 2004.
19. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 74 - Cause convenzionali di recesso (artt. 2437 e 2473 c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 22 novembre 2005.
20. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 88 - Clausole statutarie disciplinanti il diritto e l’obbligo di “covendita” delle partecipazioni, in “www.consiglionotarilemilano.it”, 22 novembre 2005.
21. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 99 - Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto (art. 2437-sexies c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 18 maggio 2007.
22. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 117 - Data di riferimento della perizia di stima nei conferimenti in natura secondo il regime ordinario nella s.p.a. e nella s.r.l. (artt. 2343 e 2465 c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 5 aprile 2011.
23. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 124 - Organo di controllo e revisione legale dei conti nella s.r.l. (art. 2477 c.c., modificato dal d.l. 5/2012), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 3 aprile 2012.
24. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 139 - Obbligazioni che danno diritto di acquisire ovvero sottoscrivere azioni (art. 2412, comma 5, c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 28 ottobre 2014.
25. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 153 - Riscattabilità delle quote della s.r.l., (artt. 2469 e 2473-bis c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 17 maggio 2016.
26. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 156 - Contenuto della clausola che consente alla maggioranza di escludere o limitare il diritto di opzione nelle s.r.l. (artt. 2481-bis c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 17 maggio 2016.
27. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 158 - Introduzione della clausola che consente alla maggioranza di escludere o limitare il

- diritto di opzione nelle s.r.l. (artt. 2481-bis, comma 1, e 2479-bis, comma 3, c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 17 maggio 2016.
28. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 161 - Competenze, disciplina e verbalizzazione delle assemblee speciali ai sensi dell’art. 2376 c.c. (art. 2376, commi 1 e 2, c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 11 aprile 2017.
29. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 163 - Competenza all’emissione degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 7 novembre 2017.
30. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 164 - Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 7 novembre 2017.
31. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 165 - Apporti dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi (artt. 2346, comma 6, e 2349, comma 2, c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 7 novembre 2017.
32. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 166 - Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni (artt. 2346, comma 6, c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 7 novembre 2017.
33. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 167 - Diritto di voto degli strumenti finanziari partecipativi (artt. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 7 novembre 2017.
34. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 168 - Diritto di nomina di amministratori e sindaci da parte degli strumenti finanziari partecipativi (artt. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 7 novembre 2017.
35. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 169 - Emissione di azioni e conversione in azioni, senza aumento del capitale sociale (artt. 2438, 2439, 2440, 2441 e 2420-bis, comma 2, c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 7 novembre 2017.

36. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 173 - Contenuto dei diritti diversi delle categorie di quote di s.r.l. PMI (art. 26, commi 2 e 3, d.l. 179/2012; art. 2468 c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 27 novembre 2018.
37. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 175 - Categorie di quote con diritto di opzione limitato o escluso nelle s.r.l. PMI (art. 26, comma 2, d.l. 179/2012; artt. 2481-bis, 2481-ter, 2473 c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 27 novembre 2018.
38. CONSIGLIO NOTARILE MILANO, massima n. 183 - Limiti alla configurabilità di diritti particolari dei soci di s.r.l. in materia di amministrazione (art. 2475, comma 1, c.c.), in “www.consiglionotarilemilano.it”, 17 settembre 2019.
39. DOLZANI, CORSO, Titoli di debito: regime di responsabilità e limiti nella circolazione, studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 5957/I, approvato dalla Commissione Studi d’Impresa il 12 novembre 2005, in “www.notariato.it”.
40. GUGLIEMO, SILVA, I diritti particolari del socio - Ambito oggettivo di applicazione e fattispecie, studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 242-2011/I, approvato dalla Commissione Studi d’Impresa il 17 novembre 2011, in “www.notariato.it”.
41. MALTONI, RUOTOLO, BOGGIALI, La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata, studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 101-2018/I, approvato dalla Commissione Studi d’Impresa il 19 aprile 2018, in “www.notariato.it”.
42. PAOLINI, Diritti particolari sugli utili nella s.r.l.: le clausole dell’atto costitutivo, studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 48-2016/I, approvato dal CNN il 12 maggio 2016, in “www.notariato.it”.
43. SODI, Apporti in natura nelle società di capitali e relazione giurata di stima, studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 276-2015/I, approvato dal CNN nella seduta del 12-13 gennaio 2016, in “www.notariato.it”.

44. TOMBARI, Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni, studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 5571/I, approvato dalla Commissione Studi d’Impresa il 25 febbraio 2005, in “www.notariato.it”.
45. TRIMARCHI, Le modificazioni del capitale nominale senza modificazione del patrimonio netto - (Parte Prima), studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 99-2011/I, approvato dalla Commissione Studi d’Impresa il 25 maggio 2011, in “www.notariato.it”.

INDICE DEI DOCUMENTI

1. CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, Il finanziamento delle società a responsabilità limitata: i titoli di debito, in “www.fondazionenazionalecommercialisti.it”, ottobre, 2019.
2. DEALFLOWER (redazione), *Venture capital*, nella prima metà del 2022 gli investimenti sfiorano il miliardo, in “<https://dealflower.it/venture-capital-nella-prima-meta-del-2022-gli-investimenti-sfiorano-il-miliardo/>”, 6 luglio 2022.
3. ECONOMYUP, La Germania fa sul serio sull’innovazione: piano da 30 miliardi per le startup, in “<https://www.economyup.it/innovazione/la-germania-fa-sul-serio-sullinnovazione-piano-da-30-miliardi-per-le-startup/>”, 8 giugno 2022.
4. FONDAZIONE ARISTEIA, Profili contabili degli strumenti finanziari ex art. 2346, comma sesto c.c., in “www.fondazionenazionalecommercialisti.it”, 2007, gennaio.
5. GOLDSTEIN, Capitali, scuole e incubatori dietro le start up francesi, in “Il Sole 24 Ore”, 28 gennaio 2022.
6. H-FARM S.P.A., Documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate, Operazione di Sottoscrizione di Strumenti Finanziari Partecipativi, in “https://d2sj0xby2hzqoy.cloudfront.net/hfarm_corporate/attachments/data/000/001/885/original/2019.12.18_Documento_informativo_Operazioni_di_Maggiore_Rilevanza_PartCorrelate_v5def_compressed.pdf”, 18 dicembre 2019.
7. IAS 32, Allegato al Regolamento (CE) del 3 novembre 2008, n. 1126, in “<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32008R1126>”.
8. IL SOLE 24 ORE (redazione), La prima emissione di SFP convertendi su blockchain Hyperledger, in “il Sole 24 ORE”, 14 luglio 2020.

9. LEGALCOMMUNITY, Legance e Bird & Bird nell’emissione di sfp di Energy Dome, in “<https://legalcommunity.it/legance-e-birdbird-nellemissione-di-sfp-di-energy-dome/?print-posts=pdf>”, 5 luglio 2022.
10. MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, Cruscotto di Indicatori Statistici - Dati nazionali, 4° trimestre 2021, in “www.mise.gov.it”, Elaborazioni al 01 gennaio 2022.
11. MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, Guida all’uso dei piani azionari e del *work for equity*, in “www.mise.gov.it”, 24 marzo 2014.
12. MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, Parere del 20 maggio 2016, protocollo n. 141349, in “<https://www.mise.gov.it/index.php/it/normativa/circolari-note-direttive-e-atti-di-indirizzo>”.
13. MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, Relazione annuale al Parlamento sullo stato di attuazione e l’impatto delle policy a sostegno di start up e PMI innovative, in “www.mise.gov.it”, 2020.
14. MODELLO UNIFORME ATTO COSTITUTIVO/STATUTO PER START-UP INNOVATIVE IN FORMA DI S.R.L., in “<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2016/03/08/16A01716/sg>”.
15. OIC – ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ, OIC-28, Patrimonio netto, in “<https://www.fondazioneoic.eu/>”, 2014, agosto.
16. OIC – ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ, OIC-28, Patrimonio netto, in “<https://www.fondazioneoic.eu/>”, 2019, gennaio.
17. POLITECNICO DI MILANO, 8° Report italiano sui Minibond, in “<https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-minibond/>”, marzo 2022.
18. REGOLAMENTO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI DENOMINATI “SFP GRUPPO CERAMICHE RICCHETTI 2019”, in “<https://www.ricchetti-group.com/application/files/3215/9428/8872/Relazione-CDA-Aucap-e-SFP.pdf>”.

19. REGOLAMENTO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI DIGITAL MAGICS S.p.A. 2020, in “<https://www.digitalmagics.com/wp-content/uploads/2014/10/Regolamento-di-Emissione-SFP-DM-2020.pdf>”.
20. REGOLAMENTO DEI MERCATI ORGANIZZATI E GESTITI DA BORSA ITALIANA S.P.A. (deliberato dal consiglio di amministrazione del 22 luglio 2021 e approvato dalla CONSOB con delibera n. 22008 del 22 settembre 2021), 25 ottobre 2021, in “www.borsaitaliana.it”.
21. RELAZIONE AL D.L. 18/10/2012 n. 179, in “https://www.tuttocamere.it/files/Archivio/Secondo_Decreto_Sviluppo_Relazione.pdf”.
22. RELAZIONE AL D.LGS. 17 GENNAIO 2003, N. 6, in “https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/downloads/2010/12/Relazione-d.lgs_.-6_2003.pdf”.
23. SENATO DELLA REPUBBLICA, Relazione aggiornata al d.l. 50/2017, n. 180/1, giugno 2017, in “<https://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/01025009.pdf>”.