

VIII CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI  
UNIVERSITARI  
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"IL DIRITTO COMMERCIALE VERSO IL 2020: I GRANDI DIBATTITI IN CORSO, I GRANDI  
CANTIERI APERTI"

Roma, 17-18 febbraio 2017

ELENA FREGONARA

**Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle società a  
responsabilità limitata innovative "chiuse"**

SOMMARIO: 1. Delimitazione del campo d'indagine - 2. I titoli di debito. 2.1 La competenza per l'emissione. 2.2 I primi sottoscrittori: gli investitori professionali vigilati. 2.3 La circolazione dei titoli: gli investitori *retail*, professionali e i soci. 2.4 Una possibile soluzione: la limitazione della circolazione. 2.5 La decisione di emissione. 2.6 I titoli di debito convertibili. - 3. Ulteriori strumenti di "tesoreria": cenni alla disciplina delle cambiali finanziarie. - 4. Gli strumenti finanziari partecipativi emessi dalle *start up* e PMI innovative s.r.l. - 5. Finanziamento ed innovazione.

*1. Delimitazione del campo d'indagine*

La Commissione Europea, nell'ambito delle strategie per la crescita di Europa 2020, aveva raccomandato all'Italia, da un lato, di attuare politiche di incentivazione all'avvio di *start up* quale strumento di lotta alla disoccupazione giovanile, dall'altro, di agevolare l'accesso al credito per le imprese che investono nell'innovazione<sup>1</sup>.

Il tema delle imprese innovative e del loro finanziamento rappresenta, dunque, nel panorama delle manovre legislative degli ultimi

---

<sup>1</sup> V. EU COMMISSION, Communication from the Commission Europe 2020 - A Strategy for Smart, Sustainable and Inclusive growth [COM (2010) 2020 final] del 3 marzo 2010; v. anche EU COMMISSION, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: Entrepreneurship 2020 action plan - Reigniting the Entrepreneurial Spirit in Europe" [Com (2012) 795 final] del 9 gennaio 2013, entrambi reperibili su [www.eurlex.europa.eu](http://www.eurlex.europa.eu). Per le raccomandazioni specificamente rivolte al Governo italiano, v. EU COUNCIL, Council Recommendation of 10 July 2012 on the National Reform Programme 2012 of Italy and delivering a Council opinion on the Stability Programme of Italy 2012-2015 (2012/C 219/14), consultabile su [www.eurlex.europa.eu](http://www.eurlex.europa.eu).

anni uno dei *cantieri più attivi*. È infatti dal 2012 che il legislatore insegue la ripresa economica anche attraverso l'introduzione di discipline *ad hoc* per il mondo delle giovani imprese, ed in particolare per quelle dedite all'innovazione tecnologica. Risalgono a quell'anno il Decreto Crescita e il successivo Decreto Crescita *bis*, che – come conferma la sintomatica denominazione dei provvedimenti – si prefiggevano di intervenire in una situazione di “emergenza” per lo sviluppo del Paese sotto il profilo economico-finanziario<sup>2</sup>.

In attuazione della raccomandazione europea, sono state regolamentate le *start up* e le piccole e medie imprese innovative e per esse è stata introdotta una disciplina particolarmente favorevole: in questo contesto, è stata inserita anche la possibilità di ricorrere a finanziamenti esterni attraverso il c.d. *equity based crowdfunding*, un modello, alternativo ai canali tradizionali, per la raccolta del capitale di rischio *online*<sup>3</sup>.

La difficoltà, tuttavia ad oggi registrata, nello sviluppo del *crowdfunding*, ma anche l'importanza della crescita dell'imprenditoria nella congiuntura macro economica in cui ci troviamo, inducono a riflettere su altre e diverse strategie di finanziamento per le imprese innovative. Non v'è dubbio che l'aspetto dei finanziamenti – *id est* il problema finanziario – rivesta un ruolo cruciale in un'impresa, in particolare se si tratta di una iniziativa non ancora collaudata sul mercato e in fase di avvio.

Pare necessario, in primo luogo, tracciare il perimetro dell'indagine, individuando le imprese protagoniste di questo movimento centrifugo verso l'innovazione.

La platea da avere a mente è quella delle *start up* e PMI innovative “chiuse”<sup>4</sup>: società di piccole e medio-piccole dimensioni, che presentano

---

<sup>2</sup> Sul tema SANTORO-TONELLI, *Equity Crowdfunding ed imprenditorialità innovativa*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, p. 6 ss.

<sup>3</sup> Sul tema ci si permette di rinviare a FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Imprese innovative e nuove fonti di finanziamento*, a cura di O. Cagnasso, in *Giur. it.*, 2016, p. 2287 ss. Nel mentre si ultimava la stesura di questa relazione, è stata approvata, in data 7 dicembre 2016, la Legge bilancio 2017 che innova incisivamente l'ambito di applicazione della disciplina dell'*equity based crowdfunding* estendendola a tutte le PMI italiane, indipendentemente dal requisito di innovatività, v. *infra*, par. 5.

<sup>4</sup> Le *start up* innovative sono state introdotte nel nostro ordinamento con il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, noto come Decreto Crescita *bis*, convertito con modifiche in l. 17 dicembre 2012, n. 221, successivamente modificata dalla l. 9 agosto 2013, n. 99 e dalla l. 24 marzo 2015, n. 33, che ha anche definito la figura delle piccole e medie imprese (PMI)

dei requisiti di innovatività, costituite, come confermano i dati statistici<sup>5</sup>, in misura largamente prevalente in forma di società a responsabilità limitata e che non prevedono di offrire al pubblico le proprie quote attraverso la raccolta dei capitali di rischio *online*. Le *start up* e PMI innovative s.r.l. “chiuse” verranno, dunque, trattate in modo unitario, sotto l’etichetta “imprese innovative s.r.l.”; viceversa, laddove necessario, si specificherà a quale di esse ci si rivolge.

Identificate le destinatarie, occorre poi focalizzare l’angolo di visuale dal quale si intende prendere le mosse, in particolare dall’osservazione dei dati censiti sulla diffusione del fenomeno del *crowdfunding*<sup>6</sup>: paradossalmente, introdotto e regolamentato nel nostro ordinamento come sistema alternativo ai canali istituzionali, impone di cercare sistemi “alternativi” a quello.

Come è noto, per le piccole e medie imprese, ossatura del nostro sistema produttivo, quello bancario tradizionalmente ha rappresentato il principale canale di finanziamento, tuttavia oggi, considerata la necessità di *deleveraging* bancario, pare più che mai opportuno volgere lo sguardo su altri strumenti di intermediazione finanziaria per soddisfare le fisiologiche esigenze di credito del mondo imprenditoriale meno strutturato.

---

innovative. La *start up* innovativa è un’impresa di ridotte dimensioni con una vita breve, pari al massimo a cinque anni; la PMI è l’impresa di piccole e medie dimensioni, alla luce dei parametri europei, senza che rilevi la sua data di costituzione. Entrambe operano nel campo dell’innovazione tecnologica e, a tal fine, possiedono specifici requisiti di innovatività, e godono di alcune importanti misure promozionali nonché, qualora costituite nella forma della società a responsabilità limitata, della possibilità di accedere ad una serie di deroghe rispetto alla disciplina ordinaria prevista per il tipo. Per le prime v. MALTONI-SPADA, *L’impresa Start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, 2013, su [www.cavererespondere.it](http://www.cavererespondere.it); ci si permette anche di rinviare a FREGONARA, *La start up innovativa*, Milano, 2013, *passim*; per le PMI innovative cfr. BOLLETTINARI, *Le novità previste dal d.l. 3/2015: l’introduzione delle “piccole e medie imprese innovative” e la modifica della disciplina della start up innovativa*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2015, 4, p. 43 ss. Per un attento confronto tra *start up* e PMI innovative v. CIAN, *Società start-up innovative e PMI innovative*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 969 ss.

<sup>5</sup> Dai dati ufficiali delle Camere di Commercio d’Italia, aggiornati al 26 dicembre 2016, emerge che le *start up* innovative costituite in Italia ammontano a 6761 unità, mentre le PMI innovative a 351 unità, in entrambe i casi si tratta prevalentemente di società a responsabilità limitata.

<sup>6</sup> Ci si riferisce ai dati che raccoglie periodicamente l’Osservatorio del Politecnico di Milano, alla luce dei quali ad oggi le offerte pubblicate risultano complessivamente 66, di cui chiuse con successo sole 24, il capitale di rischio complessivamente raccolto, dal 2013, è pari a 6.316.432, reperibili su [www.osservatoriocrowdinvesting.it](http://www.osservatoriocrowdinvesting.it).

Il lavoro si propone, dunque, di affrontare il tema del finanziamento all'innovazione anche attraverso una lente diversa. In questo contesto, l'interprete in prima battuta deve provare a rileggere le norme tradizionalmente dedicate alle società, in particolare alla s.r.l., nonché quelle eccezionalmente ad esse estese, in una prospettiva diversa ed "innovativa".

Dal 2003, infatti, la società a responsabilità limitata, caratterizzata da una forte carenza di mezzi finanziari alternativi al credito bancario, ha l'occasione di rivolgersi direttamente al mercato dei capitali emettendo i c.d. titoli di debito. Nell'ambito delle imprese innovative è poi possibile, grazie ad una deroga introdotta per le *start up* s.r.l. e successivamente estesa alle PMI innovative s.r.l., emettere strumenti finanziari partecipativi per il reperimento di risorse finanziarie. D'altro canto, nell'ondata di novità che nel 2012 ha travolto il mondo di tutte le imprese di medie e piccole dimensioni non quotate, riemergono le cambiali c.d. "finanziarie", la cui disciplina risalente al 1994 è stata modificata e aggiornata per far fronte alle conseguenze del *credit crunch*.

Gli strumenti individuati presentano un'identità di *ratio*: segnalano la volontà del legislatore di incoraggiare l'affrancamento della società a responsabilità limitata, *id est* delle imprese innovative, dalle forme di finanziamento attraverso i canali tradizionali, in primo luogo, quello bancario.

Il *focus* dell'indagine sarà, dunque, costituito dalla verifica di compatibilità della disciplina di questi istituti con il mondo delle imprese innovative s.r.l. al fine di valutare la percorribilità per esse di nuove strade di finanziamento, sviluppo e crescita. Il compito è delicato: le peculiarità delle imprese innovative - che paiono oramai delineare, all'interno del tipo s.r.l., un micro-sistema normativo autonomo - impongono all'interprete di muoversi con cautela, anche nel rispetto di consolidati equilibri, integrando, adeguando ed interpretando, laddove necessario, la disciplina generale riservata a tutte le società a responsabilità limitata. Il quadro si complica ulteriormente per le *start up* innovative s.r.l. costituite con firma digitale, senza intervento del notaio, seguendo una procedura *online*, incentrata su un modello uniforme di atto costitutivo e statuto<sup>7</sup>: questo

---

<sup>7</sup> Si tratta di documenti redatti in modalità informatica, ai sensi del d.m. 17 febbraio 2016. Il cammino avviato nel 2015, con il d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, Decreto *Investment Compact*, si è concluso con la pubblicazione del decreto Direttoriale del MISE del 1° luglio 2016,

ulteriore tassello normativo implica, infatti, anche il rispetto del contenuto delle clausole predeterminate dal Ministero dello sviluppo economico (d'ora in poi MISE) ed un'ulteriore, e dedicata, valutazione di compatibilità.

## 2. I titoli di debito.

Nell'ambito della disciplina destinata alle società a responsabilità limitata, l'art. 2483 c.c. consente di agevolare la ricerca e l'ottenimento di finanziamenti facendo ricorso, seppure in via indiretta, al mercato del capitale di credito, attraverso investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale<sup>8</sup>. In particolare, la norma introduce la possibilità di emettere, se previsto dall'atto costitutivo<sup>9</sup>, i c.d. titoli di debito, in relazione ai quali occorre stabilire a chi compete l'emissione, i limiti e le modalità della stessa, nonché le condizioni del prestito e le modalità del rimborso. I titoli possono essere sottoscritti unicamente da investitori istituzionali sottoposti a vigilanza prudenziale e, nel caso di successiva circolazione, il trasferente risponde della solvenza dell'emittente, salvo i casi in cui acquirenti siano investitori professionali ovvero soci della società.

Si tratta di titoli che incorporano un debito della società emessi in funzione della provvista di capitale di credito<sup>10</sup>: la previsione è frutto di un compromesso tra l'esigenza, avvertita anche dalle s.r.l., di affacciarsi al mercato e quella di assicurare un'adeguata tutela degli interessi degli investitori<sup>11</sup>.

Compete, dunque, ai soci la valutazione in ordine all'opportunità di introdurre una clausola che consenta l'emissione dei titoli in questione e con essa una sorta di "emancipazione finanziaria" dell'ente. Si tratta, in

---

efficace dal 20 luglio 2016, che approva le specifiche tecniche per la redazione del modello standard di atto costitutivo e statuto; in pari data il MISE ha diffuso una circolare, n. 3691/C, recante le disposizioni applicative del Decreto ministeriale del 17 febbraio 2016 e del successivo Decreto Direttoriale. Entrambi i documenti sono reperibili su [www.sviluppoeconomico.gov.it](http://www.sviluppoeconomico.gov.it).

<sup>8</sup> In questo senso, CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, Padova, 2007, p. 349.

<sup>9</sup> Non si tratterebbe, dunque, di un elemento naturale delle s.r.l. come sottolinea ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il codice civile. Commentario* fondato da P. Schlesinger e diretto da F.D. Busnelli, Milano, 2010, p. 1784.

<sup>10</sup> Così LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna, 2010, p. 417.

<sup>11</sup> In questo senso, DESANA, *La sollecitazione all'investimento, i finanziamenti dei soci, i titoli di debito*, in *Le nuove s.r.l.*, diretta da Marcella Sarale, Bologna, 2008, p. 195.

ogni caso, di una scelta strettamente connessa alla dimensioni, ai caratteri e alle prospettive del *business* della società<sup>12</sup>.

Sotto il profilo operativo, per le s.r.l. innovative, concepite dal legislatore con una particolare vocazione alla crescita, pare un'importante opportunità quella di inserire comunque la clausola, aprendosi, *a priori*, la strada ad eventuali percorsi "alternativi" ed interessanti di finanziamento.

La norma presenta diversi nodi interpretativi che si ripropongono, con alcune peculiarità, nel contesto delle imprese innovative.

### 2.1 La competenza per l'emissione

Un primo profilo problematico concerne la competenza per l'emissione: l'art. 2483 c.c. afferma che i soci ovvero gli amministratori, a seconda di ciò che dispone la clausola statutaria, possano emettere i titoli di debito.

La formula lascia, dunque, ampia libertà di scelta in fase di redazione della clausola statutaria, offrendo la possibilità di valutare quale sia la soluzione migliore rispetto alla specifica compagine sociale e realtà imprenditoriale.

Da un lato, il generico rimando ai "soci" consente di riferirsi sia all'ipotesi della delibera assunta dall'organo assembleare nel rispetto del principio della collegialità piena (art. 2479 *bis* c.c.), sia a quella della decisione dei soci adottata mediante consultazione scritta o sulla base del consenso espresso per iscritto<sup>13</sup>.

Dall'altro lato, l'attribuzione della competenza genericamente agli "amministratori", permette di poter usufruire dei vari modelli di assunzione delle decisioni gestorie offerti dal codice. In questa

---

<sup>12</sup> Così CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., p. 353.

<sup>13</sup> Con riguardo alla s.r.l. "ordinaria", in assenza di indicazioni statutarie, sostiene efficacemente la competenza di *default* dei soci CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., p. 356, secondo cui se l'emissione dei titoli è consentita solo in presenza di una precisa scelta dei soci, risulta coerente affidare loro, in mancanza di una diversa volontà degli stessi, il compito di avvalersi in concreto dell'operazione. Nello stesso senso, cfr. DESANA, *op. cit.*, p. 199. *Contra*, nel senso che la competenza sarebbe degli amministratori v. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., p. 1788; GIANNELLI, sub art. 2483, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di Luigi A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Piergaetano Marchetti-Luigi A. Bianchi-Federico Ghezzi-Mario Notari, Milnao, 2008, p. 1344; TASSINARI, *Il finanziamento della società mediante mezzi diversi dal conferimento*, in *La riforma della società a responsabilità limitata*, a cura di C. Caccavale, F. Magliulo, M. Maltoni, F. Tassinari, Milano, 2007, 141; STELLA RICHTER JR, *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 991.

prospettiva, si potrebbe ipotizzare una decisione del consiglio di amministrazione adottata alla luce del principio della collegialità piena ovvero attenuata, una decisione assunta all'unanimità ovvero a maggioranza qualora la società abbia introdotto un sistema di amministrazione congiuntiva, addirittura, forse, si potrebbe immaginare che la decisione venga assunta dal singolo amministratore nel caso di amministrazione disgiuntiva ovvero dal singolo socio dotato di un diritto particolare ai sensi dell'art. 2468, comma 3, c.c.<sup>14</sup>.

La flessibilità, che connota l'istituto sotto il profilo in esame, insieme alle peculiarità delle imprese innovative, conducono a ritenere più opportuno l'affidamento della competenza per l'emissione dei titoli agli amministratori, collegialmente ovvero con decisione unanime o a maggioranza per il caso di adozione del modello congiuntivo, al fine di garantire, in relazione ad un'importante operazione di finanziamento, una buona condivisione tra coloro che, *day by day*, si occupano del *business* e del suo sviluppo. In effetti, in realtà nuove o, comunque, di piccole-medie medie dimensioni, il nucleo originario dei soci fondatori, nonché ideatori del *business* innovativo, spesso coincide con i gestori dell'impresa: è difficile prevedere una netta distinzione di ruoli.

Questa possibile struttura semplificata conferma la necessità di mantenere le redini della *governance*, e di ogni decisione, in senso lato gestoria, in mano agli effettivi gestori.

D'altro canto, qualora la società dovesse crescere sfruttando le varie possibilità che il legislatore ha apprestato per rendere appetibile l'investimento nelle innovative<sup>15</sup>, l'ampliamento della platea dei soci,

---

<sup>14</sup> Ripercorre tutte le ipotesi con riguardo alla s.r.l. "ordinaria", PORTALE, *L'emissione dei titoli di debito e la rilevanza delle vicende sociali*, in *S.r.l. Commentario* dedicato a G. B. Portale, Milano, 2011, p. 1001 e 1002. Più di recente, v. BRIOLINI, *L'emissione e la sottoscrizione dei titoli di debito*, in *Riv. dir. comm. e gen. delle obbligazioni*, 2016, p. 444.

<sup>15</sup> Ci si riferisce a tutto il sistema normativo costruito al fine di agevolare lo sviluppo dell'innovazione e delle relative imprese: in particolare, alle apprezzabile deroghe al diritto societario tradizionale nelle s.r.l., compresa la possibilità di creare categorie di quote che dovrebbero attrarre gli investitori (nonché la possibilità, sopra ricordata, di poter offrire le partecipazioni al pubblico attraverso una piattaforma *online*, c.d. *equity based crowdfunding*). In questa cornice, si inserisce anche il pacchetto normativo, classificabile quale "statuto speciale delle innovative", che comprende, oltre alla possibilità di un accesso semplificato al Fondo centrale di garanzia, nonché di uno specifico sostegno al processo di internazionalizzazione da parte dell'Agenzia ICE, una serie di benefici in termini di riduzione degli oneri per l'avvio, vantaggi sotto il profilo fiscale e del diritto del lavoro.

presumibilmente, comporterà l'ingresso di soggetti interessati più ad investire che a gestire: in quest'ottica, pare, ancora una volta, opportuno assegnare ai gestori questa competenza.

In ogni caso, in assenza di una volontà predefinita nella clausola, ritenendo la naturale competenza in capo ai gestori, resterebbe salva la possibilità, per i soci, attraverso il meccanismo introdotto dall'art. 2479, comma 1, c.c. con la richiesta di un terzo del capitale sociale, di avocare a sé la decisione<sup>16</sup>.

Per le *start up* innovative s.r.l. costituite attraverso la procedura *online*, l'analisi si deve completare con l'esame della clausola dedicata alla fattispecie, e qualificata opzionale, nel modello standard di statuto. In particolare, l'art. 7 prevede che la società può emettere titoli di debito nominativi: con decisione dell'organo amministrativo adottata con il voto favorevole della maggioranza assoluta dei suoi componenti, (e<sup>17</sup>) con decisione dell'assemblea dei soci adottata con il voto favorevole di una maggioranza degli stessi che rappresenti almeno la metà del capitale sociale. Il modello uniforme redatto dal Ministero, dunque, in primo luogo, segnala la possibilità - qualificata espressamente «opzione» - di introdurre un'apposita previsione nello statuto e, di conseguenza, delinea i due possibili modelli procedurali per l'assunzione della relativa delibera, scegliendo, tra le varie modalità che offre l'ordinamento, due sistemi a collegialità piena.

Sotto il primo profilo, come già si osservava, sarebbe probabilmente opportuno selezionare l'opzione, riservandosi in un momento successivo la decisione in ordine alla concreta utilizzazione della medesima<sup>18</sup>. Per contro, non essendo espressamente specificato, come avviene in altri articoli del medesimo documento<sup>19</sup>, se si tratta di modalità alternative tra loro, pare necessario affermare che si sia voluto, consapevolmente o meno,

---

<sup>16</sup> Per contro, la competenza in capo agli amministratori potrebbe derivare anche da una delega dei soci, a cui l'atto costitutivo attribuisce la competenza per l'emissione, in questo senso LUONI, sub art. 2483, in *Il nuovo diritto societario, Commentario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Bologna, 2004, p. 1991.

<sup>17</sup> Nel testo non viene indicata la congiuntiva né la disgiuntiva.

<sup>18</sup> Nello stesso senso, con riguardo alle s.r.l. ordinarie CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., p. 353.

<sup>19</sup> Il testo, in molti articoli, impone al compilatore una selezione tra più opzioni, viceversa, in altre ipotesi inserisce due soluzioni diametralmente opposte, per cui l'una esclude l'altra.



lasciare aperta la possibilità per gli operatori di selezionare entrambe le modalità.

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

L'ammissibilità, stando al dato letterale, di una competenza concorrente e disgiunta tra organo deliberativo ed organo amministrativo pare complicare ulteriormente la concreta assunzione della decisione<sup>20</sup>.

Si osserva, inoltre, che il Ministero impone, in ogni caso, un modello di assunzione della decisione basato sul principio della collegialità, tipico delle società per azioni<sup>21</sup>: in particolare, si prevede l'assunzione valida della delibera con il voto favorevole della maggioranza assoluta dei componenti dell'organo amministrativo ovvero di una maggioranza dei soci che rappresenti almeno la metà del capitale sociale. Risultano, dunque, implicitamente escluse le modalità alternative di funzionamento degli organi sociali, anche se le stesse possono essere previste attraverso apposita clausola<sup>22</sup>.

---

<sup>20</sup> Con riguardo alla disciplina della s.r.l. ordinaria l'ipotesi era stata valutata criticamente in dottrina, cfr. STELLA RICHTER JR, *op. cit.*, p. 993. *Contra* CABRAS, sub art. 2483, in *Società di capitali, Commentario* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, III, Napoli, 2004, p. 1694, secondo cui appare compatibile con il dettato legislativo una clausola statutaria che preveda una competenza disgiunta dei soci e degli amministratori.

<sup>21</sup> PATRIARCA, *Le obbligazioni e i titoli di debito*, in *Le operazioni di finanziamento*, opera ideata e diretta da Francesco Galgano, proseguita e curata da Elisabetta Panzarini con Aldo Angelo Dolmetta, Sergio Patriarca, Bologna, 2016, p. 1158, secondo cui l'emissione dei titoli in questione configura un momento di gestione necessariamente congiunta. *Contra*, ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., p. 1786.

<sup>22</sup> Sul punto si registra un'incongruenza, con riferimento alle modalità di adozione delle decisioni dei soci, rispetto a quanto dispone il successivo art. 14.1.2., metodo assembleare concorrente con quello non collegiale, che stabilisce: «i soci esprimono le proprie decisioni mediante consultazione scritta, ovvero mediante consenso espresso per iscritto, fatta eccezione per le decisioni e nei casi per i quali l'art. 2479, comma 4, del codice civile, prevede l'obbligatorietà della decisione assembleare», tra le quali non rientra l'emissione dei titoli di debito.

## 2.2 I primi sottoscrittori: gli investitori professionali vigilati

Il procedimento di emissione si perfeziona con la necessaria sottoscrizione dei titoli di debito da parte di «investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali» i quali, in caso di successiva circolazione dei titoli, rispondono della solvenza dell'emittente verso gli acquirenti.

Nel modello di statuto standard del MISE, l'art. 7.2, si limita, in parte a mutuare il dettato del secondo comma dell'art. 2483 c.c. ed in parte rinvia al medesimo: con il risultato che sul punto non si registrano differenze ovvero elementi discordanti rispetto al testo di riferimento.

La definizione di investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale non ha un preciso ed univoco riscontro normativo<sup>23</sup>, tuttavia pare condiviso in dottrina il perimetro di azione del vincolo: in questa prospettiva, sono da ritenersi ricompresi nella categoria in questione, le banche, le società di investimento mobiliare, le società di gestione del risparmio, le SICAV, le imprese di assicurazione, le finanziarie, le fondazioni bancarie, i fondi pensione e, in ogni caso, tutti gli enti sottoposti a vigilanza prudenziale quali intermediari autorizzati.

Si tratta, dunque, di soggetti qualificati e consapevoli, nonché controllati, che rispettano idonei requisiti patrimoniali per assicurare

---

<sup>23</sup> TASSINARI, *Il finanziamento della società mediante mezzi diversi*, cit., p. 139, secondo cui «l'espressione utilizzata costituisce la fusione di due espressioni impiegate finora solo in maniera distinta da parte del legislatore (l'espressione "investitore professionale", più precisamente, si rinvia nell'art. 30 comma 2 T.U.F., che a sua volta rinvia, per la definizione, al regolamento da emanarsi dalla Consob, sentita la Banca d'Italia; l'espressione "vigilanza prudenziale", invece, si rinvia, con riferimento alle banche e agli altri enti che esercitano attività assicurativa o finanziaria, nell'art. 11 comma 4 lett e) T.U.B.)». DALMARTELLO, *Sottoscrizione e circolazione dei titoli di debito di società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, p. 135, secondo cui «il legislatore si affida, per individuare la categoria dei potenziali sottoscrittori dei titoli di debito, soprattutto al requisito della sottoposizione a vigilanza prudenziale, (...), in questo senso si comprende l'art. 11, comma 4 *quinquies*, T.U.B. dove è precisato che gli investitori che rispondono della solvenza devono rispettare idonei requisiti patrimoniali stabiliti dalle autorità di vigilanza in modo da assicurare l'effettività della garanzia. La individuazione della categoria può essere agevolmente condotta, in negativo, escludendo dal novero tutte le persone fisiche, nonché gli enti che non siano sottoposti ad alcun tipo di vigilanza. Viceversa, delimitare in positivo la categoria è operazione più complessa, nonostante l'indubbia funzione euristica del riferimento alla vigilanza prudenziale».

l'effettività della garanzia della solvenza della società in caso di alienazione ad investitori non qualificati<sup>24</sup>.

La scelta legislativa ha suscitato critiche da parte dei primi autorevoli commentatori<sup>25</sup>: in tale prospettiva, si è affermato che il legislatore mentre, da un lato, intendeva affrancare la s.r.l. dall'intermediazione bancaria, dall'altro, l'ha vincolata, in altro modo, a soggetti professionali istituzionalmente dediti all'intermediazione. Si è, inoltre, osservato che l'intervento di un intermediario comporta un'inevitabile lievitazione dei costi<sup>26</sup>.

D'altro canto, l'obbligatoria interposizione - tra la società e il mercato - di un soggetto capace, per sue caratteristiche professionali, a giudicare la bontà della società emittente e l'appetibilità del prestito emesso per i potenziali investitori<sup>27</sup>, nonché in grado di garantire comunque il mercato in caso di circolazione dei titoli di debito, rappresenta una soluzione che cerca di porre rimedio alle asimmetrie informative tra emittente e investitori<sup>28</sup>.

Le prime critiche, così come l'ipotizzata funzione di "feedback", evocano alla mente un analogo meccanismo di "salvaguardia" introdotto di recente per l'operazione di *equity based crowdfunding*. Quest'ultima, come noto, costituisce un'offerta al pubblico tramite portali *online* delle

---

<sup>24</sup> Così LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitali*, cit., p. 431.

<sup>25</sup> SANTORO, *Garanzia della solvenza della società a responsabilità limitata in caso di circolazione dei titoli di debito*, in *Dir. banca e merc. finanz.*, 2004, p. 508, ove l'a. osserva: «sembra che la necessità del ricorso al credito bancario - di fatto la maggior parte degli investitori professionali vigilati sono appunto banche - appena cacciata dalla porta rientri dalla finestra, posto che a loro carico resta l'obbligo della "garanzia"»; STELLA RICHTER JR, *op. cit.*, p. 988, secondo cui «gli intermediari professionali chiamati a valutare il merito creditizio delle società emittenti sono da noi non molto propensi a compiere, all'atto pratico, consimili valutazioni almeno con riguardo alle imprese medie o piccole; tanto è vero che è assurda allo *status* di luogo comune l'affermazione per la quale le banche prestano i danari a chi già li ha e non a chi ha buone idee per guadagnarli».

<sup>26</sup> Così PATRIARCA, *op. cit.*, p. 1160.

<sup>27</sup> Così GIANNELLI, *Le operazioni sul capitale nella società a responsabilità limitata*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, a cura di Santoro, Milano, 2003, p. 280.

<sup>28</sup> M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 3, Torino, 2007, p. 749, ove l'a. sottolinea i vantaggi per l'intermediario primo sottoscrittore che, attraverso la sottoscrizione e la successiva cessione, può realizzare un'operazione equiparabile, sotto il profilo economico, ad un finanziamento all'emittente ma senza immobilizzare la provvista; ne trae, inoltre, un profitto per l'attività di negoziazione dei titoli.

partecipazioni di imprese innovative, anche s.r.l., e si perfeziona solo se una quota pari al 5% degli strumenti finanziari offerti venga sottoscritta da soggetti particolarmente qualificati, *i.e.* investitori professionali (di diritto e su richiesta), fondazioni bancarie, incubatori di *start up* innovative e, infine, anche gli investitori c.d. “a supporto dell’innovazione”<sup>29</sup>.

In quest’ottica, pare emergere uno spirito analogo: coinvolgere gli investitori professionali nella partecipazione diretta ad iniziative patrimoniali che si profilano promettenti, seppure proposte da imprese di medie e piccole dimensioni<sup>30</sup>, e, per quanto interessa in questa sede, “innovative”.

È, d’altro canto, evidente che nel caso di emissione dei titoli di debito il vincolo appare più intenso, giacché interessa l’intera operazione e implica, in capo al sottoscrittore, una responsabilità per la solvenza dell’emittente per la successiva circolazione dei prodotti.

### 2.3 La circolazione dei titoli: gli investitori retail, professionali e i soci

Sotto il profilo strutturale i titoli di debito hanno la natura di titoli di credito causali a letteralità incompleta: il riferimento al “debito” postula la causa determinata, corrispondendo ad una funzione di finanziamento della società, e il contenuto letterale risulta integrato dalle previsioni contenute nella clausola statutaria che ne consente l’emissione, nonché nella relativa decisione. I titoli di debito sono documenti normalmente destinati alla circolazione secondo principi cartolari, che certificano l’obbligo dell’emittente di rimborsare una somma di denaro, tuttavia il ricorso alla tecnica cartolare è normale ma non necessario<sup>31</sup>.

---

<sup>29</sup> Si tratta di investitori in possesso dei requisiti di onorabilità stabiliti per i soci che detengono il controllo e per gli amministratori dei gestori di portale, con un portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a cinquecento mila euro, nonché dotati, oltre che di un’adeguata capacità di sostenere perdite, di una comprovata esperienza e competenza nel settore specifico dell’innovazione. In particolare, tali soggetti devono dimostrare, attraverso apposita documentazione dell’intermediario di cui sono clienti, di possedere uno dei seguenti requisiti: a) aver effettuato, nell’ultimo biennio, quantomeno tre investimenti nel capi-tale sociale o a titolo di finanziamento soci in *start up* o PMI innovative, ciascuno dei quali per un importo pari al-meno a quindicimila euro, b) avere ricoperto, per almeno dodici mesi, cariche sociali in qualità di amministratore esecutivo in una *start up* o PMI innovativa diversa dall’offerente. Sul tema, ci si permette di rinviare a FREGONARA, *L’equity based crowdfunding*, cit., p. 2306.

<sup>30</sup> Così, con riguardo alla sola emissione di titoli di debito, PATRIARCA, *op. loc. ult. cit.*

<sup>31</sup> Così STELLA RICHTER JR, *op. cit.*, p. 998; SPADA, *L’emissione dei titoli di debito nella «nuova» società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 805; GIANNELLI, sub art. 2483, cit., p. 1349, secondo cui «in considerazione delle caratteristiche dei titoli di debito di s.r.l., per

Se emessi in forma cartolare, gli stessi potrebbero circolare come titoli nominativi o all'ordine<sup>32</sup>, non pare invece al portatore<sup>33</sup>. Quest'ultima soluzione interpretativa, con riguardo alle *start up* innovative – ma con probabili ricadute sull'intero sistema delle s.r.l. – pare confermata anche dal MISE che dopo aver inizialmente previsto, all'art. 7 dello statuto, la possibilità di emettere titoli di debito nominativi o al portatore, ha, in corsa, “corretto il tiro” escludendo la seconda opzione<sup>34</sup>.

Rispetto alla circolazione assumono particolare rilievo i caratteri dell'acquirente: i primi sottoscrittori, infatti, non rispondono della solvenza della società, in caso di circolazione dei titoli, nei confronti degli acquirenti considerati più “informati” e/o qualificati, ovvero soci e investitori professionali<sup>35</sup>. Sottoscrittori, “in seconda battuta” dei titoli potrebbero, dunque, essere gli investitori *retail*, quelli professionali *tout court* o, infine, gli stessi soci della emittente.

Nella prima ipotesi, il regime predisposto dal legislatore è incentrato su di una soluzione che tutela, in modo assoluto, i risparmiatori attraverso una vera e propria garanzia, a carico dei primi sottoscrittori, *i.e.* investitori professionali vigilati, per l'ipotesi di insolvenza dell'emittente: si tratta di una tutela sostitutiva degli obblighi informativi e diretta ad attenuare il rischio tipico di un prodotto illiquido<sup>36</sup>.

Il coinvolgimento dei risparmiatori, contattati direttamente dall'investitore professionale, potrebbe derivare, non solo dalla garanzia patrimoniale del primo sottoscrittore, ma anche e soprattutto dall'apprezzamento e dalla fiducia che lo stesso manifesta in ordine all'iniziativa imprenditoriale<sup>37</sup>. Quest'ultimo profilo, nell'ottica delle imprese innovative vocate all'espansione, pare acquisire significativo rilievo.

---

loro natura destinati ad una circolazione limitata, saranno probabilmente assai rari i casi in cui possano trovare applicazione le ipotesi di dematerializzazione».

<sup>32</sup>In ogni caso, ai sensi dell'art. 5, comma 2, delibera C.I.C.R. 19 luglio 2005, n. 1058, il titolo deve enunciare l'identità del garante e l'ammontare della garanzia, quindi il nome dell'investitore professionale primo sottoscrittore e l'importo da esso sottoscritto.

<sup>33</sup> In questo senso, GIANNELLI, sub art. 2483, p. 1348; CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit. p. 355; SPADA, *op. cit.*, p. 807; DESANA, *op. cit.*, p. 204. *Contra*, cfr. LUONI, sub art. 2483, cit., p. 1997; M. CAMPOBASSO, *op. cit.*, p. 761; DALMARTELLO, *op. cit.*, p. 1010.

<sup>34</sup> V. Decr. MISE, 7 luglio 2016, in G.U. 25 luglio 2016, n. 172.

<sup>35</sup> Così CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., p. 360.

<sup>36</sup> DALMARTELLO, *op. cit.*, p. 144.

<sup>37</sup> Così PATRIARCA, *op. cit.*, p.1161.

A trattamento diverso sono assoggettati gli acquirenti soci: nei loro confronti gli investitori vigilati non hanno, infatti, alcuna responsabilità per l'ipotesi di insolvenza dell'emittente. La *ratio* di questa impostazione è strettamente connessa alla differente posizione dei soci che, di norma, partecipano all'attività comune e sono dotati di ampi poteri di controllo sulla gestione dell'emittente e, di conseguenza, sono in grado di valutare lo stato di salute della medesima, così come ogni altro rischio<sup>38</sup>.

Questa argomentazione pare, tuttavia, di difficile collocazione rispetto ai soci di quelle imprese innovative che, anche sfruttando le molte occasioni di crescita offerte dal legislatore, hanno ampliato la propria compagine: in questi casi, si è riflettuto sulla possibilità di "arginare" l'intensità dei diritti di informazione e consultazione apprestati dall'ordinamento<sup>39</sup>. Ne seguirebbe una riduzione di informazioni che giocherebbe a sfavore dei soci, senza essere "compensata" dalla garanzia *ex lege* degli investitori qualificati.

La garanzia della solvenza dell'emittente non spetta neppure agli investitori professionali, nel silenzio della norma, non soggetti a vigilanza prudenziale: dalla qualità "professionale" del sottoscrittore deriva una maggiore consapevolezza in relazione al rischio di investimento, nonché la capacità di sopportare in proprio l'eventuale perdita<sup>40</sup>.

Si tratta di una figura di investitore professionale "generica" e più estesa rispetto a quella degli investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale<sup>41</sup>, operante in tutti i casi in cui difetti un reale bisogno di protezione dell'investitore.

L'innesto di questa previsione nel contesto delle imprese innovative, pare imponga di meglio definire la categoria in esame, ricomprendendovi anche i c.d. investitori a supporto dell'innovazione<sup>42</sup>.

---

<sup>38</sup> Così CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Titoli di debito: regime di responsabilità e limiti nella circolazione*, studio n. 5957/I, 2005.

<sup>39</sup> Sul tema v. 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. 1185; FREGONARA, *L'equity based crowdfunding*, cit., p. 2295. Sul punto v. la massima n. 41 dell'Osservatorio Fiorentino in materia di diritto societario, secondo cui è possibile prevedere l'emissione di categorie di quote per le quali è limitato, o finanche escluso, il diritto di avere notizie dall'organo amministrativo sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare anche tramite professionisti di fiducia i libri sociali e i documenti relativi all'amministrazione.

<sup>40</sup> In questo senso, DALMARTELLO, *Sottoscrizione e circolazione*, cit., p. 150.

<sup>41</sup> Così SANTORO, *Garanzia della solvenza della società a responsabilità limitata*, cit., p. 509.

<sup>42</sup> V., *supra*, nt. 29.

Questa nuova tipologia di investitori professionali, infatti, seppur introdotta nell'ambito del regolamento Consob in materia di *equity based crowdfunding*, ma calibrata in ragione della specificità degli investimenti a favore dell'innovazione, risponde, meglio di altre figure, alle esigenze di consapevolezza e informazione presupposte dalla norma in esame<sup>43</sup>.

#### 2.4 Una possibile soluzione: la limitazione della circolazione

La prassi conferma che il gravoso regime di responsabilità posto a carico dell'investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale ha reso difficile il ricorso a questo strumento giuridico di finanziamento<sup>44</sup>: in questa prospettiva, i soci, ma soprattutto gli investitori professionali per quanto qui interessa, possono essere qualificati come i naturali destinatari del collocamento da parte degli investitori vigilati che non intendano immobilizzare le risorse impiegate per la sottoscrizione.

Lo spazio applicativo dell'istituto potrebbe, dunque, essere "artificialmente" confinato alle due ipotesi che non implicano l'onerosa garanzia dei primi sottoscrittori.

Spetta, in questi casi, alla clausola statutaria o alla decisione di emissione di stabilire se i titoli di debito siano o meno destinati alla circolazione; in questo senso, possono essere individuate categorie specifiche di potenziali acquirenti<sup>45,46</sup>. A tal proposito, si avverte che con

---

<sup>43</sup> Pare infatti a chi scrive che l'incisività della novità consenta di affermare che ci troviamo di fronte ad una micro-riforma in ambito finanziario, i cui effetti sull'intero sistema non possono essere trascurati.

<sup>44</sup> Sottolineano un inevitabile paradosso, CORSO-DOLZANI, *Titoli di debito: regime di responsabilità e limiti alla circolazione*, in *Contr. impr.*, 2006, p. 796, secondo i quali gli investitori qualificati saranno restii a sottoscrivere i titoli, se non a costi tali da rendere per la società l'intera operazione di scarso interesse: non vi è dubbio, infatti, che gli investitori primi sottoscrittori pretenderebbero garanzie così ampie da porre la prospettata operazione, a livello di costi, quanto meno sullo stesso piano di un normale finanziamento posto in essere da un istituto di credito.

<sup>45</sup> Così CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., p. 360; M. CAMPOBASSO, *op. cit.*, 764; CORSO-DOLZANI, *op. cit.*, p. 798, secondo i quali «la liceità di apporre dei limiti sembra derivare direttamente da quanto stabilito all'art. 2483 c.c. laddove prevede che l'atto costitutivo possa determinare "gli eventuali limiti"»; proseguono poi precisando che, in analogia con quanto previsto dall'art. 2355 *bis* c.c., le limitazioni al trasferimento debbano risultare anche sul titolo.

<sup>46</sup> Sul punto SANGIOVANNI, sub art. 2483, in *Codice della responsabilità limitata*, diretto da O. Cagnasso e A. Mambriani, Roma, 2015, p. 927, l'a. pare ammettere la possibilità di una radicale esclusione della circolazione dei titoli, sottolineando il fatto che il primo sottoscrittore non ha un interesse giuridico a cederli a un investitore non professionale, in quanto risponderrebbe per la solvenza della società emittente; tuttavia poi afferma che lo

riguardo alle *start up innovative online*, per le quali lo statuto standard al più volte citato art. 7 nulla dispone in merito, occorrerà che la scelta di restringere il “campo d’azione” dei titoli di debito risulti necessariamente dalla decisione di emissione tra le condizioni del prestito.

Attraverso una limitazione del trasferimento dei titoli di debito a favore di investitori professionali e/o di soci, l’investitore qualificato si troverebbe alleggerito rispetto ad una pesante responsabilità e ciò andrebbe, inevitabilmente, anche a vantaggio dei soci dell’emittente, liberati dall’onere - non scritto ma ricorrente nella prassi - di vincolare somme, o altre entità, a garanzia dell’operazione e a sostenere oneri finanziari ulteriori<sup>47</sup>.

Si è osservato altresì che il meccanismo della garanzia per la solvenza dell’emittente incentiva la creazione di un mercato secondario limitato agli investitori professionali, con una significativa riduzione dei costi di *compliance*<sup>48</sup>. Sicché, l’investitore professionale vigilato si potrebbe calare nel «ruolo di gestore di un mercato secondario di titoli di debito, mercato che abbia quale vincolo all’accesso la qualità di investitore professionale degli operatori»<sup>49</sup>.

L’intuizione dell’autorevole dottrina, pocanzi richiamata, pare perfettamente “calzante” per le imprese innovative, ipotizzando l’introduzione di un vincolo reale a favore dei soli investitori a supporto dell’innovazione, si creerebbe un mercato secondario di “nicchia”, ma presumibilmente più attraente per i potenziali investitori.

La condivisa legittimità di porre blocchi alla circolazione dei titoli di debito sollecita un’ulteriore questione, quantomeno con riferimento al particolare settore delle imprese innovative di cui il legislatore vuole, anche forzatamente in certi casi, spingere la crescita: in tale prospettiva, non si potrebbe prevedere un vincolo assoluto alla circolazione dei titoli di debito che consenta, anche la prima sottoscrizione dei medesimi, ai soli investitori a sostegno dell’innovazione?

---

stesso investitore ha un interesse economico alla cessione qualora le condizioni economiche dell’emittente si fossero deteriorate e, in ogni caso, rischierebbe di restare vincolato alla società, assumendosi, di fatto, il rischio di futura insolvenza della stessa.

<sup>47</sup> Così CORSO-DOLZANI, *op. cit.*, p. 795.

<sup>48</sup> Così DALMARTELLO, *La circolazione dei titoli di debito*, in *s.r.l. Commentario*, dedicato a Giuseppe B. Portale, Milano, 2011, p. 1009.

<sup>49</sup> Sono le efficaci parole di SANTORO, *Garanzia della solvenza della società a responsabilità limitata*, cit., p. 514.



A favore di questa ricostruzione, si osserva che, restringendo, *ab origine*, la circolazione esclusivamente ai soggetti che, per loro caratteristiche professionali, sono già qualificati e informati, verrebbero meno le motivazioni che hanno imposto l'inserimento del vincolo nella norma di riferimento per l'accesso al mercato primario; né servirebbe una loro specifica stabilità patrimoniale, giacché l'accesso al "circuito" risulterebbe limitato a soggetti in grado di sopportare economicamente, e in proprio, le conseguenze dell'eventuale insolvenza dell'emittente.

Per contro, occorre prendere atto del carattere imperativo dell'art. 2483, comma 2, c.c., che, sotto questo profilo, non sembra derogabile<sup>50</sup>: anche nell'ambito delle imprese innovative, laddove il legislatore ha inteso esonerare le stesse dall'applicazione di talune disposizioni cogenti della disciplina delle s.r.l., lo ha fatto espressamente.

Strettamente connesso risulta il tema della natura dei titoli di debito: in questa prospettiva, l'ipotesi di una limitazione della circolazione solo a certi soggetti sembra compatibile anche con l'emissione di titoli di debito individuali ed infungibili. Quest'ultima soluzione, si è osservato in dottrina, pare costituisca l'opzione migliore nell'ipotesi in cui il titolo incorpori un unico finanziamento effettuato da un solo investitore professionale<sup>51</sup>.

Nell'ambito delle innovative, dunque, considerato anche il taglio minimo dei titoli piuttosto elevato<sup>52</sup>, si potrebbe immaginare un'operazione unica di finanziamento costruita per uno specifico investitore a supporto dell'innovazione. D'altro canto, lo statuto uniforme

---

<sup>50</sup> ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., p. 1801; M. CAMPOBASSO, op. cit., p. 774.

<sup>51</sup> Sul tema della natura dei titoli di debito e per l'ammissibilità di titoli individuali v. GIANNELLI, sub art. 2483, cit, p. 1350; PERRONE, *Società a responsabilità limitata e mercato dei capitali*, in *s.r.l. Commentario*, dedicato a Giuseppe B. Portale, Milano, 2011, p. 996; M. CAMPOBASSO, op. cit., p. 759, l'a. osserva che, quanto meno per i titoli di debito convertibili, emittente e sottoscrittore potrebbero ritenere più opportuno l'impiego di titoli individuali e dunque imporre l'emissione in serie costituirebbe un vincolo superfluo e gravoso. *Contra*, sostengono la natura di titoli in serie LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito*, cit, p. 419; PATRIARCA, op. cit., p. 1152.

<sup>52</sup> L'art. 5 della delibera CICR, 19 luglio 2005, n. 1058 riguardante la raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche, che dopo aver ricompreso all'art. 3 i titoli di debito di s.r.l. tra gli altri strumenti finanziari di raccolta del risparmio, all'art. 5 stabilisce, in via generale, che gli strumenti finanziari di raccolta del risparmio, diversi dalle obbligazioni, sono emessi con un taglio minimo unitario non inferiore a cinquantamila euro.

per le *start up* innovative s.r.l., non richiamando la possibilità di prevedere la modificabilità, a maggioranza, delle condizioni del prestito e delle modalità di rimborso, né rinviando all'art. 2483, comma 3, c.c., pare confermare questa direzione: in effetti, il riferimento contenuto in quella norma alla maggioranza dei possessori dei titoli potrebbe far propendere per la natura, necessariamente, di titoli di massa o di serie<sup>53</sup>.

### 2.5 La decisione di emissione

La decisione di emissione dei titoli prevede le condizioni del prestito e le modalità del rimborso recita il terzo comma dell'art. 2483 c.c.; la medesima formula viene mutuata dall'art. 7.3 dello statuto uniforme per le *start up* innovative s.r.l. Tuttavia, non è escluso - salvo che per le *start up* innovative s.r.l. *online* che restano vincolate alle clausole predefinite dal Ministero - che, a monte, la clausola statutaria che ammette l'operazione, nel contempo la regolamenti, selezionando preventivamente le possibili scelte da effettuarsi nella successiva decisione di emissione<sup>54</sup>.

Le condizioni del prestito delineano lo scheletro dell'operazione di finanziamento, mentre le modalità del rimborso definiscono la fase finale dell'operazione medesima.

Alla luce dell'ampia autonomia che caratterizza la manovra, possono rientrare nella prima categoria le scelte inerenti eventuali limiti di emissione (la norma non fissa alcun tetto massimo), il valore nominale dei titoli<sup>55</sup>, i diritti attribuiti al portatore (un esempio potrebbero essere diritti di informazione in circostanze predeterminate<sup>56</sup>, ovvero anche diritti partecipativi<sup>57</sup>), il rendimento con i criteri per la relativa determinazione (lo stesso può anche essere subordinato al soddisfacimento di altri creditori o indicizzato a parametri oggettivi esterni alla società ovvero

---

<sup>53</sup> Così GIANNELLI, sub art. 2483, cit., p. 1350.

<sup>54</sup> CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., p. 358; ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., p. 1793; M. CAMPOBASSO, *op. cit.*, p. 768, l'a. sottolinea l'incongruenza, sotto il profilo del controllo notarile, tra le clausole statutarie che ne sono soggette e la decisione di emissione per la quale non è previsto l'intervento del notaio. V., *infra*, in questo paragrafo.

<sup>55</sup> Il taglio minimo non può essere inferiore a cinquantamila euro, v., retro, nota 52.

<sup>56</sup> Così propone M. CAMPOBASSO, *op. cit.*, p. 757.

<sup>57</sup> In questo senso GIANNELLI, sub art. 2483, cit., p.1340. *Contra* M. CAMPOBASSO, *op. cit.*, p. 756; PATRIARCA, *op. cit.*, p. 1154; SPADA, *op. cit.*, p. 801.

ancora condizionato all'andamento economico dell'ente<sup>58</sup>), eventuali forme di organizzazione tra i possessori dei titoli emessi (se non già contenute nella clausola statutaria<sup>59</sup>) e, infine, eventuali garanzie<sup>60</sup> ovvero particolari condizioni.

Per quel che concerne le modalità di rimborso, in primo luogo si deve determinare la durata del prestito e, quindi, il termine dell'operazione; il rimborso può avvenire in un'unica soluzione oppure sulla base di un piano di ammortamento che preveda l'estrazione periodica di un certo numero di titoli da rimborsare.

Tali condizioni del prestito e modalità di rimborso, se lo prevede la delibera ovvero la clausola di emissione, possono essere modificate previo consenso della maggioranza dei possessori dei titoli. Si è osservato in dottrina che si tratta di un tassello che può interessare i soli casi di emissione in serie o in massa dei titoli, viceversa se si tratti di titoli individuali e infungibili la modifica non potrà che avvenire con il consenso dell'unico possessore<sup>61</sup>.

Nel contesto delle imprese innovative paiono emergere alcuni punti "critici". In particolare, per tutte si pone il tema del valore minimo, ma decisamente consistente, dei titoli, pari a cinquantamila euro: avendo a mente i limiti di fatturato annuo fissati per le *start up* (cinque milioni) e le PMI innovative (cinquanta milioni), pare più verosimile il fatto che siano le seconde a sfruttare questa opportunità, anche se nulla esclude che una buona idea di *business* riesca, sin dagli esordi, a coinvolgere investitori professionali, soprattutto quelli "di nicchia".

---

<sup>58</sup> Per un'attenta analisi delle varie tipologie di titoli emettibili v. LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito*, cit., p. 440 ss. Sul tema anche GIANNELLI, sub *art. 2483*, cit., p. 1339.

<sup>59</sup> L'ampia autonomia concessa ai soci consente loro, in sede di redazione dell'atto costitutivo ovvero di decisione di emissione, di prevedere anche un'organizzazione di categoria, giacché i loro interessi possono confliggere con quelli dei soci, v. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., p. 363; DESANA, *op. cit.*, p. 210; TASSINARI, *op. cit.*, p. 142.

<sup>60</sup> LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito*, cit., p. 421, secondo cui la mancanza di limiti all'emissione dovrebbe consentire l'emissione di titoli di debito anche nel caso in cui la società abbia perduto in tutto o in parte il capitale, in queste ipotesi è certamente possibile che la società garantisca il rimborso con ipoteca iscritta su immobili di proprietà sociale o che la garanzia cada su immobili di proprietà di terzi. Nel caso dei titoli di debito la garanzia potrebbe servire per rendere più appetibili i titoli; in questo senso, potranno essere concessi in garanzia anche beni mobili registrati, o ammettersi una garanzia personale prestata da un terzo.

<sup>61</sup> GIANNELLI, sub *art. 2483*, cit., p. 1346.

Un altro problema è rappresentato dalla possibilità di emettere titoli aventi natura ibrida, costruiti sulla falsariga degli strumenti finanziari *ex art. 2411 comma 3 c.c.* che condizionino i tempi e le modalità del rimborso all'andamento economico dell'emittente e di quelli dotati di diritti di partecipazione all'attività sociale, di natura amministrativa o anche patrimoniale, sulla scorta ancora di quanto previsto per gli strumenti finanziari partecipativi: la questione va, necessariamente, valutata alla luce della possibilità che viene offerta alle imprese innovative, anche s.r.l., di emettere strumenti finanziari partecipativi<sup>62</sup>.

In questa prospettiva, pare che i titoli di debito del primo tipo, considerata l'ampia autonomia concessa nella composizione di questi strumenti, siano sempre ammissibili. D'altro canto, pare non possa essere negata, anche per ragioni di simmetria e coerenza sistematica, la legittimità dei titoli di debito partecipativi: il legislatore, infatti, ha espressamente esteso alle imprese innovative la disciplina degli strumenti finanziari partecipativi. Quest'ultimo tassello normativo, insieme alla libertà riconosciuta nell'emettere qualsiasi tipo di titolo di debito, confermano la soluzione prescelta. Sul punto, si osserva anche il fatto che, qualora nella valutazione degli investitori prevalga l'interesse a condividere l'iniziativa imprenditoriale, è ragionevole immaginare un loro diretto coinvolgimento attraverso la sottoscrizione di titoli, in vario modo, "partecipanti"<sup>63</sup>.

Per le sole *start up* innovative si pone il problema dei titoli di debito che partecipano agli utili<sup>64</sup>: l'eventuale configurazione va infatti coordinarla con il divieto di distribuzione degli stessi. La vita breve della *start up*, pari al massimo a cinque anni, invece, non pare incidere sulla tempistica per il rimborso dei titoli, giacché l'eventuale passaggio della s.r.l. ad un regime ordinario, piuttosto che alla categoria delle PMI innovative s.r.l.<sup>65</sup>, non comporta certamente interruzioni pericolose.

---

<sup>62</sup> V., *infra*, par. 4.

<sup>63</sup> PATRIARCA, *op. cit.*, p. 1161.

<sup>64</sup> Sul punto v. LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito*, cit., p. 441, l'a. ritiene possibile emettere titoli di debito che prevedano la remunerazione con una partecipazione agli utili nella duplice versione delle c.d. *income bond*, in cui l'unico reddito è costituito dalla sola partecipazione ai risultati di gestione, e della *participating bond*, in cui accanto a essa si prevede comunque per il sottoscrittore il diritto di percepire un interesse.

<sup>65</sup> Il MISE, con decreto 22 giugno 2015, ha adottato le nuove specifiche tecniche per la realizzazione dei programmi necessari alle iscrizioni e ai depositi presso il registro delle

Peraltro pare che, in caso di trasformazione della *start up* s.r.l. in società per azioni – ove si ritenga che la s.p.a. possa emettere titoli atipici o comunque che il contenuto patrimoniale degli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, comma 6, c.c., possa spingersi sino a ricomprendere diritti aventi natura di interessi –, i titoli di debito verrebbero qualificati come strumenti finanziari e assoggettati alla relativa disciplina<sup>66</sup>.

Emergono, da ultimo, due profili peculiari in relazione alle *start up* di “nuova generazione 2.0”: da un lato, l'eventuale vincolo alla circolazione in favore dei soli investitori professionali deve essere inserito nella decisione di emissione, posto che l'art. 7 nulla dispone in merito ma pare lasciare ampia autonomia di azione alla delibera che potrebbe così divenire un importante, ma anche pericoloso, strumento di emancipazione dallo statuto preconfezionato.

Per altro verso, lo statuto uniforme non richiama l'ultima parte del terzo comma dell'art. 2483 c.c. e, dunque, non prevede la modificabilità a maggioranza delle condizioni del prestito e delle modalità di rimborso.

Nel silenzio della norma, la decisione di emettere titoli di debito non integra una modifica dell'atto costitutivo, è solo previsto un obbligo di iscrizione a carico degli amministratori, non si rende quindi necessaria la verbalizzazione di un notaio<sup>67</sup>. L'obbligatorietà della iscrizione richiede l'adozione della forma scritta per la decisione, anche laddove la relativa

---

imprese; in particolare, ha introdotto una specifica procedura per gestire il passaggio senza interruzione da *start up* a PMI innovativa, attraverso uno specifico codice l'impresa esercita simultaneamente la richiesta di cancellazione dalla sezione speciale delle *start up* e richiede l'iscrizione nella sezione PMI: attraverso questo meccanismo è possibile per l'impresa mantenere senza soluzione di continuità i benefici previsti per entrambe le predette figure di imprese innovative. V. anche MISE, parere n. 79330 del 21 marzo 2016, ove si afferma che la cancellazione della *start up* innovativa dalla sezione speciale, non incide sulla iscrizione nella sezione ordinaria, e ove la società ne abbia interesse, può procedere, in presenza dei requisiti di legge, all'iscrizione nella sezione speciale delle PMI innovative.

<sup>66</sup> LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito*, cit., p. 450; NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 2003, p. 542.

<sup>67</sup> CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., p. 358; TASSINARI, *op. cit.*, p. 188; BRIOLINI, *L'emissione e la sottoscrizione*, cit., p. 457; LUONI, *sub art. 2483*, cit., p. 1990; STELLA RICHTER JR, *op. cit.*, p. 993, secondo cui, tuttavia, si potrà prevedere che la decisione risulti da atto pubblico e quindi venga sottoposta a verbalizzazione e controllo notarili. Critica la scelta del legislatore definendola una grave lacuna M. CAMPOBASSO, *op. cit.*, p.768.

competenza spetti eventualmente all'amministratore unico o agli amministratori nei sistemi disgiunto e congiunto<sup>68</sup>.

Per contro, il modello di statuto redatto dal MISE per le *start up* innovative all'art. 7, prescrive che la delibera di emissione dei titoli di debito debba essere *in ogni caso* verbalizzata da un notaio e iscritta a cura degli amministratori nel registro delle imprese: si introduce, in tal modo, un vincolo per queste imprese non codificato per le s.r.l. "ordinarie". Il risultato appare singolare rispetto a società esonerate dall'intervento del notaio, addirittura, in fase costitutiva e per le quali si è inteso "alleggerire", se non neutralizzare, i relativi costi. In una prospettiva diversa, si potrebbe ipotizzare la volontà di introdurre una tutela rafforzata per un'operazione molto delicata, tanto più che tutte le condizioni di prestito e rimborso saranno definite in questo momento. Tuttavia, l'argomentazione perde vigore di fronte a quanto dispone il successivo art. 8 del medesimo statuto, laddove viene prevista la possibilità di offrire le categorie di quote al pubblico, anche per il tramite di portali di *equity crowdfunding*, senza che la relativa operazione, altrettanto delicata, passi attraverso un controllo notarile.

## 2.6 I titoli di debito convertibili

Sul tema dell'emissione di titoli di debito convertibili in quote della società si delineano due scenari in dottrina: da un lato, vi sono coloro che hanno sostenuto che il meccanismo della conversione rischierebbe di eludere il divieto di offerta al pubblico di partecipazioni sociali *ex art.* 2468, comma 1, c.c.<sup>69</sup>, dall'altro lato, si pongono coloro che, seppure per vie differenti, ne hanno ammesso la configurabilità<sup>70</sup>.

Innestando questo patrimonio interpretativo sul terreno dell'innovazione, *i.e.* delle imprese innovative, se ne ricava che la prospettiva muta significativamente per i sostenitori dell'orientamento restrittivo, quantomeno in relazione alle *start up* e PMI innovative s.r.l. "aperte", che intendano offrire in sottoscrizione al pubblico indistinto dei

<sup>68</sup> Così CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., p. 359.

<sup>69</sup> In questo senso v. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., p. 1798; SPADA, *op. cit.*, p. 806; STELLA RICHTER JR, *op. cit.*, p.1001.

<sup>70</sup> In questo senso, CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., p. 363; LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito*, cit., p. 443, ove l'a. sottolinea anche che non risulta ostativa l'assenza di un'espressa indicazione normativa, giacché si ripeterebbe la medesima situazione delle obbligazioni convertibili *ante* riforma che venivano già emesse.

risparmiatori le proprie partecipazioni sia attraverso i canali di comunicazione di massa sia mediante i portali per la raccolta del capitale di rischio *online*<sup>71</sup>.

D'altro canto laddove l'impresa innovativa s.r.l. emetta particolari categorie di quote, sembra configurabile l'elaborazione di titoli di debito convertibili in quelle<sup>72</sup>. La possibilità di costruire categorie di quote fornite di diritti diversi, anche in deroga all'art. 2468, commi 2 e 3, c.c., pare possa avere incisive ricadute in questa sede: la presenza di categorie di quote costituisce, infatti, la cartina di tornasole dell'esistenza di diverse tipologie di soci, è quindi ipotizzabile - in una società bacino di investimenti quantomeno nelle intenzioni del legislatore - una suddivisione tra soci promotori e gestori del progetto innovativo e meri investitori che confidano nel successo di quello<sup>73</sup>.

In ogni caso, sotto il profilo operativo, si pone il problema di coordinare l'operazione in questione con la disciplina dell'aumento del capitale la cui sottoscrizione è riservata ai soci salvo l'offerta a terzi, se prevista dall'atto costitutivo, delle quote di nuova emissione, fermo, in ogni caso, il diritto di recesso per i soci dissenzienti<sup>74</sup>. In questa prospettiva, il diritto di opzione non spetterà ai soci essendo il diritto di sottoscrizione riservato agli investitori istituzionali: l'atto costitutivo dovrà espressamente prevedere che l'aumento possa essere attuato mediante offerta di partecipazioni di nuova emissione a terzi. D'altro canto, si potrebbe applicare in via analogica l'art. 2441, comma 7, c.c., relativo alla c.d. opzione indiretta, che imporrebbe agli investitori istituzionali, primi sottoscrittori, di obbligarsi espressamente ad offrire i titoli di debito convertibili ai soci della società.

### 3. Altri strumenti di "tesoreria": cenni alla disciplina delle cambiali finanziarie.

---

<sup>71</sup> In questo senso v. PATRIARCA, *op. cit.*, p. 1156, nt. 270.

<sup>72</sup> In questo senso CAGNASSO, sub art. 2483, contributo destinato a *Il codice delle start up e delle PMI innovative*, diretto da O. Cagnasso e A. Mambriani, in corso di pubblicazione.

<sup>73</sup> Sul tema ci si permette di rinviare a FREGONARA, *L'equity based crowdfunding*, cit., p. 2295.

<sup>74</sup> Val solo la pena osservare che l'art. 6.4 dello statuto *standard*, in tema di aumento del capitale, riproduce esattamente il contenuto dell'art. 2481 *bis*, comma 1 seconda parte, c.c. Sul tema delle ricadute sull'operazione di aumento del capitale in caso di emissione di titoli convertibili, cfr. GIANNELLI, sub art. 2483, cit., p. 1342; CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, cit., p. 363; LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito*, cit., p. 443.

Prima della riforma delle società di capitali, alle società a responsabilità limitata era consentito di fare raccolta diretta del risparmio attraverso l'emissione di cambiali finanziarie, originariamente disciplinate dalla l. 13 gennaio 1994, n. 43, incisivamente modificata dalla l. 7 agosto 2012, n. 134<sup>75</sup>. Dai lavori preparatori del decreto modificativo del 2012 emerge la volontà legislativa di destinare il rinnovato strumento soprattutto alle piccole e medie imprese, costituite nella forma delle società a responsabilità limitata.

Si tratta di titoli di credito all'ordine emessi in serie aventi una scadenza breve - non inferiore a un mese e non superiore a trentasei mesi dalla data dell'emissione -, con un contenuto uniforme in ordine alle caratteristiche e che rappresentano una frazione omogenea di un'unitaria operazione di finanziamento ovvero di una serie di operazioni di finanziamento riconducibili ad un medesimo programma di emissione<sup>76</sup>. Sono titoli *unsecured*, pertanto possono essere girati esclusivamente con la clausola "senza garanzia". Hanno un taglio minimo prefissato pari a cinquantamila euro e possono essere emessi - nei limiti in cui possono emettersi le obbligazioni di s.p.a.<sup>77</sup> - da tutte le società di capitali, cooperative, mutue assicuratrici diverse dalle banche e dalle micro-imprese. I sottoscrittori sono investitori professionali, che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente. La disciplina individua due ulteriori condizioni per l'emissione: l'ultimo bilancio dell'ente deve essere certificato da un revisore o da una società di revisione e vi deve essere uno sponsor (banca, Sgr o Sicav) che ha la funzione di assistere l'emittente nella fase iniziale e successivamente di supportarla nella periodo destinato al collocamento.

Il quadro rigoroso di tutele per il pubblico degli investitori è stato predisposto al fine di evitare che l'emissione di titoli da parte di soggetti

---

<sup>75</sup> Sul tema delle cambiali finanziarie v. BRIOLINI, *La nuova disciplina delle cambiali finanziarie*, in *Le nuove legge civili commentate*, 2013, p. 895 ss.; SPAGNUOLO, *La cambiale finanziaria fra forma cartolare e funzione finanziaria*, Torino, 2012, *passim*; PATRIARCA, *op. cit.*, p. 1162; MARRONI, *Verso un mercato delle cambiali finanziarie*, in *Giur. comm.*, 2015, 853 ss.

<sup>76</sup> Così BRIOLINI, *La nuova disciplina*, cit., p. 899, secondo cui la serie si reputa "chiusa" nel senso che è predeterminato l'ammontare complessivo dell'operazione di emissione, si tratta in questo senso anche di titoli di massa.

<sup>77</sup> La delibera CICR n. 1058/2005 stabilisce che le emissioni di strumenti di raccolta, diversi dalle obbligazioni, che contengono un obbligo di rimborso della quota capitale, non possono eccedere i limiti di emissione delle obbligazioni: l'applicazione del principio alle cambiali finanziarie pare pacifica stante il rinvio che l'art. 1, comma 3, l. n. 43/1994 compie all'art. 11 t.u.b. Così PATRIARCA, *op. cit.*, p.1162.



che non diano adeguate garanzie di trasparenza e solvibilità possa esporre gli investitori a rischi troppo elevati<sup>78</sup>.

Da un confronto con la disciplina dei titoli di debito emergono alcuni punti di contatto, ma anche significative differenze.

Si osserva che l'unica caratteristica identica tra i due strumenti è rappresentata dal taglio minimo di emissione, fissato in cinquantamila euro, che si ricava dalla delibera CICR, 19 luglio 2005, n. 1058. Nel medesimo documento, all'art. 4, comma 2, si legge che le società a responsabilità limitata emettono strumenti finanziari di raccolta del risparmio nel rispetto di quanto previsto dall'art. 2483 c.c., per il resto, dunque, dovrà applicarsi la disciplina della legge speciale e, nel caso che qui ci interessa, prevale la regola della girata senza garanzia che si pone in conflitto con quanto previsto dalla norma in tema di titoli di debito<sup>79</sup>. Il girante del titolo, quindi, non assume una responsabilità cartolare per l'eventuale inadempimento del debitore principale: la deresponsabilizzazione del primo sottoscrittore dovrebbe incentivare la diffusione delle cambiali, favorendone la negoziabilità.

Altri due vincoli allontanano le cambiali dai titoli di debito e riguardano l'obbligo di certificazione del bilancio da parte di un revisore ovvero di una società di revisione<sup>80</sup>, nonché il divieto di emissione per le microimprese, ossia quelle che, ai sensi dell'art. 2, comma 3, della Raccomandazione 2003/361/CE, occupano meno di dieci persone e realizzano un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a due milioni di euro.

Queste previsioni paiono delimitare il raggio di azione dell'istituto escludendo, molto probabilmente, la gran parte delle imprese innovative, certamente di quelle neonate, *i.e. start up* innovative, il cui fatturato annuo in ogni caso non può superare i cinque milioni di euro. Sul punto, pare differente la situazione delle PMI innovative, che hanno l'obbligo della certificazione di bilancio e possono avere un fatturato annuo più elevato (ma non superiore ai cinquanta milioni di euro).

---

<sup>78</sup> BRIOLINI, *La nuova disciplina*, cit., p. 909.

<sup>79</sup> LUONI, sub art. 2483, cit., p. 1987.

<sup>80</sup> Si tratta di una condizione derogabile per i primi diciotto mesi se l'emissione sia assistita da garanzie almeno pari al 50 % del valore di emissione delle cambiali.

Vi sono poi due requisiti peculiari: da un lato, la presenza obbligatoria di uno *sponsor* con varie funzioni di ausilio<sup>81</sup>, dall'altro lato, il vincolo di sottoscrizione e girata solo nei confronti di investitori professionali che non siano direttamente o indirettamente soci della società emittente.

L'imposizione dello *sponsor* rende più costosa l'operazione e la irrigidisce, nel perimetro dei meccanismi di finanziamento in certa misura "intermediati"<sup>82</sup>. Le piccole e medie imprese potrebbero reputare troppo elevati i costi e dunque decidere di ricorrere ad altri canali di finanziamento<sup>83</sup>.

Ultimo "lacciolo" riguarda il fatto che le cambiali possano essere emesse e girate esclusivamente in favore di «investitori professionali che non siano direttamente o indirettamente soci della società emittente». La formula appare differente e più ampia rispetto a quella che nell'art. 2483, comma 2, c.c. individua la platea dei primi sottoscrittori negli investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale, nel contempo vieta la successiva circolazione tra soggetti che non rientrino in quella categorie. Con riguardo al settore dell'innovazione, forse si potrebbe ipotizzare che rientrano nella tipologia di soggetti legittimati alla sottoscrizione delle cambiali gli investitori professionali a supporto dell'innovazione<sup>84</sup>.

Si osserva, infine, che la possibilità di emettere cambiali finanziarie non pare coinvolgere le *start up* innovative "online", giacché lo statuto standard non menziona la relativa facoltà.

---

<sup>81</sup> Lo *sponsor*, oltre alle funzioni già sopra richiamate, ha l'obbligo di procedere alla classificazione dell'emittente in relazione alla qualità creditizia (sul punto, v. BRIOLINI, *La nuova disciplina*, cit., p. 912, ove l'a. parla di funzioni per certi aspetti analoghe a quelle tipiche delle società di *rating*) e di mantenere in portafoglio una quota dei titoli emessi, sopportando una parte del rischio come gli altri investitori. È possibile derogare al requisito dell'obbligo di mantenere in portafoglio una certa quota delle cambiali emesse qualora l'emissione sia assistita almeno per il 25% del valore totale da garanzie prestate da una banca o da un'impresa di investimento. La presenza della garanzia riduce o addirittura elimina, se garantito fosse l'intero importo, il rischio che all'esito dell'inadempienza dell'emittente gli investitori non si vedano restituite le somme erogate.

<sup>82</sup> BRIOLINI, *La nuova disciplina*, cit., p. 913.

<sup>83</sup> Nel medesimo senso, v. Circ. ASSONIME, n. 39/2013, *Le innovazioni sulla finanza d'impresa: cambiali finanziarie, obbligazioni subordinate e partecipative*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 241.

<sup>84</sup> V., *supra*, nt. 29.

#### 4. Gli strumenti finanziari partecipativi emessi dalle start up e PMI innovative s.r.l.

L'atto costitutivo delle *start up* e PMI innovative può prevedere, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera e servizi, l'emissione di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli artt.li 2479 e 2479 *bis* c.c.<sup>85</sup>.

Come noto, si tratta di strumenti che non sono imputabili al capitale sociale pur contribuendo ad incrementare il patrimonio, ma con una chiara funzione di ricapitalizzazione, di certo operativamente utili per le imprese innovative.

Nella nuova disciplina delle imprese innovative s.r.l., in questo caso come per altri profili<sup>86</sup>, compaiono istituti tipici della società per azioni: sul punto, la Relazione illustrativa al decreto che ha introdotto le *start up* conferma che l'estensione «di queste opzioni statutarie anche alle imprese *start up* innovative costituite in forma di s.r.l. (...) risponde alla *ratio* di consentire attraverso essi la diffusione di pratiche di *work-for-equity*», e pertanto la possibilità di remunerare le collaborazioni esterne, con l'attribuzione di tali titoli ai fornitori, che si assumeranno il rischio d'impresa senza appesantire la situazione finanziaria della società. In particolare, le s.r.l. innovative, *start up* o PMI, hanno l'opportunità di avvalersi di personale altamente qualificato, spesso indispensabile per lo sviluppo del *business* tecnologicamente innovativo<sup>87</sup>.

Si tratta di una strada alternativa a quelle più tradizionali, che allarga significativamente le occasioni di investimento giacché l'apporto può consistere in ogni entità suscettibile di una valutazione economica che possa essere utile alla società, comprese appunto le opere e i servizi: in

---

<sup>85</sup> Così dispone l'art. 26, comma 7, d.l. n. 179/2012 per le *start up* innovative, ma la cui applicazione è stata estesa alle PMI innovative dal Decreto *Investment Compact*, n. 3/2015.

<sup>86</sup> Ci si riferisce alla possibilità di creare, in virtù di disposizioni dell'atto costitutivo, categorie di quote fornite di diritti diversi, in particolare sul versante amministrativo e on riguardo al diritto di voto, quote che possono costituire oggetto di offerta al pubblico quali prodotti finanziari, nonché la possibilità di acquistare, a determinate condizioni, proprie partecipazioni.

<sup>87</sup> L'art. 27, d.l. 179/2012, applicabile anche alle PMI innovative per il rinvio operato dal Decreto *Investment compact*, prevede agevolazioni di carattere fiscale e contributivo applicabili anche agli strumenti finanziari diretti a remunerare opere o servizi, ovvero prestazioni lavorative e consulenze professionali qualificate (anche di avvocati, commercialisti, consulenti finanziari): il reddito derivante dalla relativa attribuzione non concorre alla formazione della base imponibile sia ai fini fiscali che contributivi.

questa prospettiva, in una s.r.l. innovativa si può apportare denaro, crediti, prestazioni di opere e di servizi, obblighi di natura contrattuale, obblighi di *non facere*, *know how*, nonché consulenze di professionisti di ogni settore<sup>88</sup>.

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

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

Il tema, forse ancora troppo acerbo in termini di applicazione, impone agli operatori uno sforzo interpretativo che diviene più consistente nel contesto in esame.

In primo luogo, si pone dunque il problema di quale fisionomia gli strumenti finanziari possano assumere in concreto nelle imprese innovative: in particolare, quali diritti patrimoniali ed amministrativi possano essere riservati ai loro titolari e quale possa essere l'ampiezza e la portata del diritto di voto ad essi attribuibile.

Rileggendo la relazione al decreto sembrerebbe che l'adozione di questa modalità operativa risponda all'esigenza di alleggerire la società di alcuni costi di gestione, consentendo, invece, il compenso di collaboratori, fornitori e consulenti attraverso questo "innovativo" sistema.

In quest'ottica, il profilo da privilegiare nella ricostruzione della fattispecie dovrebbe essere quello patrimoniale. Sul punto la fantasia degli operatori pare libera di spaziare: la remunerazione potrà essere rapportata agli utili dell'impresa - ma, per le *start up* innovative, compatibilmente con il divieto di distribuzione degli utili che le caratterizza -, o di un affare o di un settore determinato dell'attività, ovvero ad indici fissi; potrà subire

---

<sup>88</sup> GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2016, p. 576.

condizioni o limiti; potrà essere anteposta o postergata a quella che spetta ai soci<sup>89</sup>.

Nel contesto delle imprese innovative s.r.l., sul versante dei diritti patrimoniali, emerge la questione della legittima emissione di strumenti finanziari, *ex art. 2411, comma 3, c.c.*, che la società per azioni, al fine di acquisire risorse, può sempre emettere e che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della stessa emittente. Si tratta di titoli alternativi alle obbligazioni, a cui si applicano le relative regole per l'emissione, la circolazione e l'estinzione. Nella s.r.l. innovativa, pare, tuttavia, che la configurabilità di questi strumenti debba ritenersi assorbita dalla disciplina dei titoli di debito e dall'ampia autonomia concessa ai soci nel modellarli<sup>90</sup>. D'altro canto, ammettendo l'emissione di strumenti finanziari "ibridi" si violerebbero i paletti fissati dal legislatore per l'emissione dei titoli di debito.

Sembra, altresì, compatibile l'assegnazione di un diritto di conversione degli strumenti in quote, *i.e.* categorie di quote, di futura emissione<sup>91</sup>. L'investimento in strumenti finanziari convertibili potrebbe infatti rappresentare, per gli investitori a supporto dell'innovazione, informati e in grado di valutare le potenzialità dell'iniziativa economica, un passaggio intermedio in attesa che sia meglio definito il valore del *business* e delle relative quote.

In relazione ai diritti amministrativi, è certamente opportuno valutare la compatibilità delle s.r.l. innovative con la creazione di strumenti finanziari a cui sia riservata, secondo modalità stabilite nell'atto costitutivo, la nomina di un componente indipendente dell'organo di gestione ovvero di controllo. L'evidente parallelismo che il legislatore ha voluto ricreare tra le imprese innovative s.r.l. "modificate" e le s.p.a., sotto il profilo della struttura finanziaria, potrebbe legittimare la soluzione positiva; tuttavia, anche alla luce delle riflessioni svolte in ordine alla funzione dell'istituto, pare che permettere a soggetti diversi dai soci di influire in modo così penetrante sull'assetto degli organi sociali sia

---

<sup>89</sup> Così ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Gastone Cottino, volume quarto, Padova, 2010, p. 341.

<sup>90</sup> Sul tema CAGNASSO, *sub art. 2483*, cit.

<sup>91</sup> In questo senso, GUIZZARDI, *op. cit.*, p. 576.

inconciliabile con una realtà, qual è la s.r.l., in cui peraltro non esiste la categoria dei gestori indipendenti<sup>92</sup>.

In generale, ed ancor più nel peculiare settore delle innovative, sembrerebbe che non possano ammettersi in capo ai portatori di strumenti finanziari partecipativi diritti la cui ampiezza ed incisività sia incompatibile con il sistema.

Per le stesse motivazioni sembra da escludersi anche il diritto di *voice* rispetto ad argomenti di carattere gestorio che restano riservati agli amministratori e, attraverso i soli schemi previsti dall'art. 2479, comma 1, c.c., ai soci delle società a responsabilità limitata.

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

L'introduzione di strumenti finanziari partecipativi, così come di categorie di quote, dovrebbe comportare inevitabili ricadute sistematiche sotto il profilo dell'organizzazione interna della società: la presenza di strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi, pare implicare l'applicazione di un sistema analogo a quello previsto dall'art. 2376 c.c. per le società per azioni con riguardo alla costituzione di assemblee speciali<sup>93</sup>. Le delibere dell'assemblea generale e le decisioni dei soci non potranno perciò incidere sui diritti incorporati in quei titoli senza il necessario consenso degli interessati: in questo senso, parrebbe opportuno

---

<sup>92</sup> Sul punto v. CIAN, *Le società start up innovative. Problemi definitivi e tipologici*, in *AIDA*, 2013, p. 425, ove l'a. afferma che la soluzione del ricorso all'analogia sembra suffragata dall'identità funzionale della disciplina speciale con il modello azionario, in questo senso la concisione del testo introduce semplicemente e puramente una lacuna. Ma v. ancora CIAN, *Le start-up innovative a responsabilità limitata*, cit., p. 1194, ove l'a. propone una lettura più restrittiva, affermando che «se si è disposti ad accogliere la tesi per cui la s.r.l. innovativa è destinata a conservare comunque alcuni elementi focali del modello di diritto comune, nella sua struttura partecipativa, senza potersi trasfigurare in una società per azioni sotto falso nome, è probabilmente più coerente orientarsi verso la soluzione più restrittiva». Attraverso altra strada perviene ad una risposta negativa GUIZZARDI, *op. cit.*, p. 576, secondo cui gli strumenti finanziari in questione non possono comprendere un diritto di voto su argomenti determinati o il diritto di nomina di un membro del consiglio di amministrazione, giacché il diritto di voto è precluso in modo esplicito per tutte le decisioni di cui al 2479 c.c.

<sup>93</sup> Sul tema v. FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di Caterina Montagnani, Milano, 2004, p. 91.

inserire nello statuto una clausola che ricalchi quanto già previsto per le società azionarie.

La laconica disciplina dell'istituto, nel codice ma anche nel decreto crescita *bis*, omette di indicare quale possa essere l'organo competente ad emettere gli strumenti finanziari; nel contesto delle imprese innovative, considerata l'auspicabile possibilità di avere un'amplia platea di soci meri investitori, sembra preferibile che lo statuto attribuisca ai gestori tale competenza, segnalando altresì lo specifico modello di assunzione della decisione da utilizzare<sup>94</sup>. Sul punto, lo statuto uniforme per le *start up* innovative s.r.l., all'art. 7.4, introduce due diverse modalità che, tuttavia, non sembrano tra loro alternative<sup>95</sup>: l'emissione può essere deliberata con decisione dell'organo amministrativo adottata con il voto favorevole della maggioranza assoluta dei suoi componenti (e) con decisione dell'assemblea dei soci adottata con il voto favorevole di una maggioranza dei soci che rappresenti almeno la metà del capitale sociale.

Seppure in questa sede si è inteso restringere il campo di indagine alle imprese innovative s.r.l. "chiuse", vale la pena solo aggiungere che gli strumenti finanziari non sembra possano "circolare" tramite i portali *online*, che risultano, viceversa, destinati esclusivamente alla raccolta di capitale di rischio<sup>96</sup>.

##### 5. Finanziamento ed innovazione.

L'avvertita necessità di una emancipazione finanziaria per le società a responsabilità limitata, *start up* e PMI innovative, ha suggerito di volgere lo sguardo agli strumenti di finanziamento diversi ed alternativi rispetto sia ai canali tradizionali, sia a quello di *novissima* generazione, *i.e. equity crowdfunding*, che al momento pare, ancora, in fase di incubazione nel nostro Paese.

L'indagine svolta conferma la sensazione, autorevolmente sostenuta in dottrina<sup>97</sup>, che si stia delineando un nuovo *corpus* normativo

---

<sup>94</sup> GUIZZARDI, *op. cit.*, p. 577, secondo cui, in assenza di una diversa volontà statutaria, la decisione spetta alla competenza dei soci.

<sup>95</sup> Si ripete lo schema utilizzato anche per l'emissione dei titoli di debito, v. *supra*, par. 2.1.

<sup>96</sup> *Contra* GUIZZARDI, *op. cit.*, p. 578, ove l'a. ipotizza che anche gli strumenti finanziari partecipativi potrebbero formare oggetto di raccolta *online*, poiché si tratta di strumenti di rischio visto che possono essere modulati in modo da essere dotati di caratteristiche analoghe a quelle delle azioni sia per quanto attiene all'assenza di un diritto di rimborso sia sotto il profilo del riconoscimento dei diritti amministrativi, incluso il diritto di voto.

<sup>97</sup> V. CAGNASSO, *Start up e P.M.I. innovative: inquadramento*, in *Giur. it.*, 2016, p. 2286.

dedicato alle s.r.l. “innovative” che le allontana vieppiù dal modello tradizionale: un’inedita società a responsabilità limitata, verrebbe da dire, a compagine “allargata”<sup>98</sup> che ambisce ad aprire le porte a terzi investitori al fine di far decollare la propria idea di *business*, e sempre più vicina al modello capitalistico.

In questa direzione, militano l’estensione alle imprese innovative s.r.l. della disciplina degli strumenti finanziari partecipativi, ma forse anche la segnalata possibilità di riscattare dall’oblio degli operatori l’istituto dei titoli di debito, ad oggi, poco utilizzato dalle s.r.l. ordinarie.

Il sentiero proposto potrebbe comportare significative incidenze sulla struttura sociale delle società in questione: in quest’ottica, si potrebbero ipotizzare ricadute sul sistema di *governance* delle emittenti in termini di ampliamento dei controlli<sup>99</sup>, con l’opportuna istituzione di un organo di controllo interno, nonché maggiore trasparenza ed efficienza delle funzioni aziendali e forse anche l’obbligatoria predisposizione di assetti adeguati<sup>100</sup>.

In questo contesto, non si possono dimenticare altri ed ulteriori strumenti di finanziamento “in senso lato” che il legislatore sin dal 2012, rincorrendo la ripresa dell’economia nazionale, ha apprestato per sostenere l’innovazione: si tratta della possibilità di accesso semplificato al Fondo centrale di garanzia<sup>101</sup> e degli incentivi fiscali per chi investe nelle *start up* innovative<sup>102</sup>, dei vantaggi sotto il profilo

---

<sup>98</sup> Ovvero finanche a “partecipazione diffusa”, laddove la s.r.l. innovativa offra le proprie quote al pubblico mediante *l’equity based crowdfunding*.

<sup>99</sup> In questo senso v. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., p. 1785, nt. 40; BRIOLINI, *L’emissione e la circolazione*, cit., p. 458.

<sup>100</sup> Sul tema degli assetti nelle s.r.l. v. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, p. 310.

<sup>101</sup> In particolare, si consente alle *start up* e PMI innovative l’accesso gratuito e semplificato al Fondo centrale di garanzia: la garanzia del fondo viene concessa a titolo gratuito e senza valutazione dei dati contabili di bilancio e può ricoprire fino all’ottanta per cento dell’ammontare del credito ottenuto. Si tratta di un importante tassello attuativo a complemento della nuova normativa a sostegno dell’ecosistema di tali imprese: una copertura così elevata rappresenta per il finanziatore un significativo incentivo alla concessione di prestiti a favore di quella categoria di imprese che, per l’alta rischiosità che le caratterizza, incontrerebbero particolari difficoltà nell’accesso al credito.

<sup>102</sup> Sul punto la l. 9 dicembre 2016, n. 2611, Legge Stabilità 2017, ha incrementato al 30% l’agevolazione IRPEF per tutti gli investimenti in *start up* innovative; a decorrere dal 2017, l’investimento massimo detraibile sale da cinquecentomila euro a un milione. Tuttavia, per avere diritto alla detrazione, l’investimento deve essere mantenuto per almeno tre anni (prima il limite era due anni). Inoltre, è stata introdotta la possibilità per le società quotate in borsa di sponsorizzare una *start up*, partecipata almeno al venti per cento,



dell'internazionalizzazione e del diritto del lavoro, nonché, come *supra* si accennava, tutte le apprezzabili deroghe al diritto societario e alla legge fallimentare che contraddistinguono lo "statuto speciale", e incentivante, delle *start up* e, in parte, anche delle PMI innovative.

Colmato il *gap* finanziario resta quello culturale: la soluzione pare da rinvenire nel coinvolgimento nelle operazioni di finanziamento degli investitori "di nicchia", quelli c.d. a supporto dell'innovazione, che hanno le conoscenze e gli strumenti necessari per valutare e sostenere la crescita di tali imprese. Conferma questa conclusione il recentissimo emendamento alla legge di bilancio 2017, approvato in via definitiva dal Senato il 7 dicembre 2016<sup>103</sup>, che prevede l'estensione della possibilità di accedere al *crowdfunding* a tutte le PMI italiane<sup>104</sup>, senza più alcun vincolo con l'innovazione: *a contrario*, se ne deduce che per le imprese innovative occorre percorrere altri sentieri, giacché gli investitori "ordinari" spesso non hanno la capacità di giudicare la bontà di un *business* altamente tecnologico e preferiscono investire su progetti più tradizionali e meno rischiosi, o piuttosto su imprese già consolidate sul mercato.

---

attraverso l'acquisto defiscalizzato delle perdite della stessa. Il documento è consultabile su [www.senato.it](http://www.senato.it).

<sup>103</sup> V. art. 1, comma 70, l. 9 dicembre 2016, n. 2611.

<sup>104</sup> Sono state stimate in 136.000 unità, le PMI italiane che necessitano di liquidità per finanziare i propri progetti.