



Executive Summary

- (A) i SAFE sono contratti di investimento utilizzati dalle Startup e PMI innovative per la raccolta di investimenti nella c.d. “fase di seeding”, vale a dire nella fase iniziale di raccolta di capitale necessario allo sviluppo del loro progetto. Si tratta di un istituto di matrice anglosassone, non codificato nel nostro ordinamento: per tale ragione non ha un contenuto specifico, potendosi prestare a diverse applicazioni;
- (B) i SAFE vengono ricondotti agli strumenti finanziari partecipativi (“SFP”), disciplinati dal Codice Civile all’art. 2346, c. 6, c.c., che dispone: “Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell’apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell’assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto disciplina 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”;
- (C) con riferimento alla disciplina, a fronte dell’emissione di uno SFP, la società emittente rilascia un certificato rappresentativo di tale strumento: il certificato svolge la funzione di legittimare il titolare all’esercizio dei diritti sociali e patrimoniali e, a seconda di quanto previsto dallo statuto della società emittente, del diritto al trasferimento del certificato stesso. Pertanto, è lasciata ampia libertà all’autonomia statutaria per la definizione, in concreto, del contenuto degli SFP emessi dalla società emittente che verrà definito, di volta in volta, nel relativo regolamento;
- (D) le modalità di raccolta di investimento utilizzate dalla Società attraverso gli SFP (*i*) non costituiscono raccolta del risparmio presso il pubblico dei risparmiatori: infatti, trattandosi di un investimento a fondo perduto, viene meno il carattere essenziale della raccolta del risparmio, vale a dire il rimborso; (*ii*) non rientrano nell’ambito di applicazione della normativa prevista dal TUF in materia di strumenti finanziari, in considerazione del fatto che il Regolamento adottato dalla Società per la disciplina degli SFP espressamente vieta ogni trasferimento dei certificati rappresentativi dei SFp, i quali, pertanto, non corrispondono alla definizione offerta all’art. 2 del TUF (che prevede, tra le caratteristiche principali degli strumenti finanziari, la loro negoziabilità).

1. Introduzione

- 1.1. La Società, iscritta nella sezione speciale del Registro delle Imprese come “start-up innovativa” ai sensi degli artt. 25, c. 2 e seguenti, del Decreto Legge 179/2012 (convertito in Legge n. 221/2012), si trova nella fase iniziale dello sviluppo di un progetto avente valore altamente tecnologico.
- 1.2. Al fine di ricevere investimenti da parte di terzi investitori, la Società ha deciso di emettere alcuni strumenti finanziari partecipativi (“SFP”) che permettono agli investitori, da un lato, di sostenere il Progetto attraverso il versamento di un apporto in denaro che patrimonializza la società e, dall’altro, di convertire tale apporto di denaro in equity al verificarsi di uno degli eventi di liquidità specificamente individuati nel Regolamento.
- 1.3. Pertanto, con delibera assembleare adottata in forma notarile in data 25/07/2024 (repertorio n. 18.180, raccolta n. 9.501), la Società ha (i) emesso i suddetti strumenti finanziari partecipativi convertibili, per un ammontare massimo di Euro 150.000,00, da offrire a soggetti individuati dall’organo amministrativo a un prezzo unitario di acquisto (Ticket-size) pari ad Euro 5.000 per ciascun SFP e (ii) approvato il Regolamento dei suddetti strumenti finanziari partecipativi contenente i termini e le modalità per l’esercizio dei diritti amministrativi e patrimoniali dagli stessi riconosciuti (con particolare riferimento alla conversione in capitale sociale); (iii) delegato l’organo amministrativo per la concreta emissione ed assegnazione degli SFP emessi.
- 1.4. Nel Regolamento è previsto che:
 - 1.4.1. l’investimento, essendo un investimento in capitale di rischio, è a fondo perduto: è esclusa ogni garanzia al rimborso dell’importo versato da parte dell’investitore;
 - 1.4.2. gli SFP sono rappresentati da un certificato, ma è fatto divieto di trasferimento a terzi;
 - 1.4.3. i titolari di un SFP possono esercitare il diritto di voto solo con riferimento alle decisioni dell’assemblea generale della Società che riguardino le materie riservate, così come definite dal Regolamento;
 - 1.4.4. al ricorrere di uno degli eventi di liquidità, così come definiti dal Regolamento, i titolari di un SFP possono esercitare il proprio diritto di opzione e sottoscrivere un aumento di capitale a servizio, convertendo, con uno sconto, il proprio SFP in quote di partecipazione al capitale sociale della Società;
 - 1.4.5. se, al decorrere del termine finale previsto dal Regolamento non si è verificato alcun evento di liquidità, i titolari di un SFP convertiranno automaticamente in quote di equity (capitale sociale e sovrapprezzo) secondo quanto previsto dal Regolamento.

2. Il SAFE

- 2.1. A titolo di premessa, i SAFE sono contratti di investimento utilizzati dalle Startup e PMI innovative per la raccolta di investimenti nella c.d. “fase di seeding”, vale a dire nella fase iniziale di raccolta di capitale necessario allo sviluppo del loro progetto. Si tratta di un istituto di matrice anglosassone, non codificato nel nostro ordinamento: per tale ragione non ha un contenuto specifico, potendosi prestare

a diverse applicazioni.

- 2.2.** Nel nostro ordinamento, i SAFE vengono pertanto ricondotti agli strumenti finanziari partecipativi (“SFP”), disciplinati dal Codice Civile all’art. 2346, c. 6, c.c., che dispone: “Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell’apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell’assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto disciplina 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”.
- 2.3.** La disposizione in esame, inserita nell’ambito della disciplina delle società per azioni, è applicabile anche alle società a responsabilità limitata.
- 2.4.** Con riferimento alla disciplina, a fronte dell’emissione di un SFP, la società emittente rilascia un certificato rappresentativo di tale strumento: il certificato svolge la funzione di legittimare il titolare all’esercizio dei diritti sociali e patrimoniali e, a seconda di quanto previsto dallo statuto della società emittente, del diritto al trasferimento del certificato stesso. Pertanto, è lasciata ampia libertà all’autonomia statutaria per la definizione, in concreto, del contenuto degli SFP emessi dalla società emittente che verrà delineato, di volta in volta, nel relativo regolamento.
- 3.** La non applicabilità della disciplina contenuta nel TUF
- 3.1.** La nozione di “strumento finanziario” secondo il TUF viene mutuata dalla legislazione comunitaria (Dir. 2004/39/CE, c.d. “MiFID”). La definizione offerta dalla Direttiva MiFID non descrive esattamente tutti gli elementi volti a caratterizzare e circoscrivere sul piano concettuale tali strumenti: al contrario, li individua con un elenco. Tale tecnica legislativa comporta la necessità di un’ulteriore attività interpretativa, diretta alla determinazione del criterio distintivo che accomuna gli elementi inseriti nell’elenco definitorio, in modo da poter ricavare i caratteri fondamentali della nozione che si intende definire.
- 3.2.** Tra questi caratteri fondamentali, la dottrina maggioritaria ritiene che elemento costitutivo della categoria di “strumento finanziario” sia la negoziabilità di tale strumento. Infatti, questa caratteristica emerge con chiarezza, dal momento che la maggior parte delle categorie di strumenti riconducibili all’istituto e inseriti nell’elenco definitorio sono dotati dell’attitudine alla negoziabilità.
- 3.3.** Conseguentemente, non troverà applicazione la disciplina prevista dal TUF tutte le volte in cui sia stata esclusa la negoziabilità dello strumento finanziario partecipativo.
- 3.4.** L’assenza della negoziabilità dei SAFE (laddove prevista nel Regolamento) esclude altresì l’applicabilità della disciplina prevista in materia di “sollecitazione all’investimento” e “raccolta del risparmio”.
- 3.5.** La disciplina del TUF prevede sia la sollecitazione all’investimento, sia l’offerta al pubblico di acquisto e di scambio. Tuttavia, ciò che rileva ai fini di quest’analisi è la disciplina della sollecitazione all’investimento, definita come “ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell’offerta e dei prodotti finanziari offerti, così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati” (cfr. art. 1, c. 1, lett. t, TUF).
- 3.6.** Tale disciplina è applicabile a tutti gli strumenti finanziari comunitari (i.e. i valori mobiliari e le quote di Oicr chiusi) e ai titoli di capitale. Rubricato “Definizioni”, l’art. 93-bis del TUF, dispone che “titoli di

“capitale” significa le “azioni e altri strumenti negoziabili equivalenti ad azioni di società, nonché qualsiasi altro tipo di strumento finanziario comunitario negoziabile che attribuisca il diritto di acquisire i summenzionati strumenti mediante conversione o esercizio di diritti che essi conferiscono, purché gli strumenti di quest’ultimo tipo siano emessi dall’emittente delle azioni sottostanti o da un’entità appartenente al gruppo di detto emittente”.

- 3.7.** Pare ragionevole ritenere, pertanto, che uno strumento finanziario partecipativo, per quanto attribuisca, di fatto, il diritto di acquisire titoli di capitale mediante conversione dello stesso, se non è negoziabile non rientri nella definizione di cui all’art. 93-bis del TUF, rendendo inapplicabile la disciplina della sollecitazione all’investimento.
- 3.8.** La raccolta del pubblico risparmio, invece, trova la propria definizione nell’art. 11 del Testo Unico Bancario (“TUB”), che dispone: “Ai fini del presente decreto legislativo è raccolta del risparmio l’acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma”. Lo stesso art. 11, inoltre, riserva tale attività esclusivamente alle banche, escludendo che qualunque altro soggetto possa fare raccolta del risparmio (art. 11, c. 2, TUB).
- 3.9.** Anche in questo caso, ciò che rileva ai fini della presente analisi è la caratteristica fondamentale che caratterizza l’attività definibile come “raccolta del risparmio”: infatti, nel caso in cui per lo specifico strumento finanziario emesso da una società sia escluso l’obbligo al rimborso, è naturalmente esclusa anche l’applicazione della disciplina e la relativa riserva di attività.

4. Conclusioni

- 4.1.** In considerazione di quanto sopra, le modalità di raccolta di investimento utilizzate dalla Società, in primo luogo, non costituiscono raccolta del risparmio presso il pubblico dei risparmiatori: infatti, trattandosi di un investimento a fondo perduto, viene meno il carattere essenziale della raccolta del risparmio, vale a dire il rimborso. In secondo luogo, per quanto riguarda la disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio, è da escludere l’applicabilità della disciplina prevista dal TUF e dal Regolamento Emittenti, in considerazione della non negoziabilità – oltre che dell’assenza di qualsivoglia diritto al rimborso – dei suddetti strumenti finanziari.
- 4.2.** Infatti, considerato che il Regolamento adottato dalla Società per la disciplina del SFP espressamente vieta (*i*) ogni trasferimento dei certificati rappresentativi dei SFP e (*ii*) il loro rimborso, viene esclusa l’applicazione della normativa prevista dal TUF in materia di strumenti finanziari, non essendo possibile rinvenire alcuna corrispondenza tra i SFP e la definizione offerta all’art. 2 del TUF.