



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI FOGGIA

DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

DOTTORATO DI RICERCA IN  
SCIENZE GIURIDICHE

CICLO XXXI

***L'EQUITY BASED CROWDFUNDING E LO STATUTO  
DELL'EMITTENTE***

DOTTORANDO

Federica Boncristiano

TUTOR

Ch.ma Prof.ssa Cinzia Motti

A.A. 2017/2018

## INDICE

Introduzione	1
--------------	---

### **CAPITOLO I L'ACCESSO AL FINANZIAMENTO DELLE PMI. L'EQUITY CROWDFUNDING**

1. Premessa. L'accesso delle PMI al mercato mobiliare come alternativa alle fonti tradizionali di credito.	4
2. Il ricorso al mercato del capitale di credito.	6
2.1. Le cambiali finanziarie.	7
2.2. I <i>mini-bond</i> .	12
2.3 I confidi.	16
3. Il ricorso al mercato del capitale di rischio.	23
3.1. Le agevolazioni alla quotazione delle PMI.	32
4. Un ulteriore strumento di agevolazione: l' <i>equity-based crowdfunding</i> .	45
5. L'evoluzione della regolazione dell' <i>equity crowdfunding</i> .	47
5.1. Il Decreto Crescita <i>-bis</i> e il Regolamento Consob n. 18592/2013.	47
5.2. Il Decreto Crescita 3.0: l'estensione alle PMI innovative.	55
5.3. Le modifiche della Legge di Bilancio 2017. Il nuovo TUF 2018.	58
5.4. Le novità della Legge di Bilancio 2019.	65

### **CAPITOLO II LA REGOLAZIONE DELL'EQUITY BASED CROWDFUNDING NELL'ESPERIENZA COMPARATA**

1. Premessa.	68
2. Il <i>JOBS Act</i> e il <i>crowdinvesting</i> .	70
3. <i>Le financement participatif</i> .	78
4. <i>El crowdfunding de inversión</i> .	86
5. L' <i>investment based crowdfunding</i> in UK.	94
6. La risposta comunitaria al fenomeno <i>crowdfunding</i> .	102

### **CAPITOLO III LE *START-UP* E LE PMI COSTITUITE IN FORMA DI SOCIETÀ A RESPONSABILITÀ LIMITATA**

1. Premessa.	118
2. Le peculiarità del tipo s.r.l.	119
2.1. La riforma del diritto societario e il mantenimento di una struttura finanziariamente chiusa.	126
2.2. Le <i>start-up</i> innovative e le PMI costituite in forma di s.r.l.: l'impatto delle novità sulle regole societarie.	134

3. Le deroghe al diritto societario.	137
3.1. La standardizzazione di quote di s.r.l. ...	137
3.1.1. ...la creazione di categorie di quote.	141
3.2 La circolazione “dematerializzata” delle quote di s.r.l.	146
3.3. La disciplina del <i>self placement</i> .	161
4. La possibile creazione di un mercato secondario per le quote di partecipazione di start-up e PMI costituite in forma di s.r.l.	172
5. La PMI e le deroghe al diritto comune della s.r.l.: tipo o modello?	180

**CAPITOLO IV**  
**I GESTORI DEI PORTALI.**  
**CARATTERI GENERALI E DISCIPLINA DEI RAPPORTI CON**  
**EMITTENTI E INVESTITORI**

1. Premessa.	187
2. Il servizio di collocamento. Le differenze con l' <i>equity crowdfunding</i> .	188
3. I Gestori dei portali. L'autorizzazione all'iscrizione nel registro della Consob.	202
4.1. La relazione tra il gestore del portale di <i>equity crowdfunding</i> e l'emittente.	210
4.2. La relazione tra gli investitori e il gestore del portale di <i>equity crowdfunding</i> .	217
5. L'offerta tramite portale: dimensioni e oggetto.	232

**CAPITOLO V**  
**AUTORITÀ PRIVATE E MERCATI FINANZIARI:**  
**IL CASO DEI PORTALI DI *EQUITY CROWDFUNDING***

1. Premessa. Esposizione del problema.	241
2. I gestori di <i>trading venues</i> di strumenti finanziari: analogie e differenze.	245
2.1. I mercati regolamentati e gli altri sistemi multilaterali di negoziazione.	245
2.2. I portali di <i>equity crowdfunding</i> .	247
3. I modelli della regolazione privata.	248
3.1. Una tassonomia della regolazione privata.	249
3.2. Le funzioni regolative dei gestori dei mercati regolamentati.	252
3.3. Confronto con la disciplina dei gestori dei portali di <i>crowdfunding</i> .	257
4. Natura delle regole poste dai gestori di portali.	260
5. Osservazioni conclusive.	264
Bibliografia	267



## INTRODUZIONE

«D'accordo» disse Pensiero Profondo. «La Risposta alla Domanda fondamentale...»

«Sì...?»

«Sulla Vita, l'Universo e Tutto Quanto...» disse Pensiero Profondo.

«Sì...?»

«È...»

«Sì...???»

«Quarantadue» disse Pensiero Profondo con infinita calma e solennità.

Il passo tratto da “Guida Galattica per autostoppisti”, romanzo di fantascienza umoristica di Douglas Adams, insegna che la ricerca della risposta dipende dalla consapevolezza della domanda.

La disciplina dell'*equity based crowdfunding* è stata introdotta nel nostro ordinamento giuridico con il Decreto Crescita *-bis* in un momento congiunturale grave per l'economia del Paese, depressa dal deflagrare della crisi. La novella si iscrive tra le scelte di politica economica attuate per far fronte all'endemia dei mercati, al fine di tutelare e rilanciare la piccola imprenditoria, prima vittima della stretta creditizia nella concessione dei finanziamenti. L'obiettivo dichiarato era di restituire liquidità al circuito dei capitali, smuovendo la massa statica del risparmio diffuso.

La normativa della raccolta dei capitali di rischio mediante portali *on-line* si erige su un sistema integrato di misure che trasversalmente toccano vaste aree del diritto pubblico, dall'amministrativo al tributario, nonché varie branche giusprivatistiche, tra le quali il diritto del lavoro e fallimentare. Interessanti, però, sono le implicazioni sul diritto dei mercati finanziari e sul diritto delle società.

La sollecitazione mediante portali sovverte la sistematica classica dell'investimento – emittente, intermediario e mercato – con l'entrata in scena di una nuova tipologia di *trading venues*: i gestori dei portali. Nelle dinamiche del finanziamento, il gestore del portale non è impegnato nell'abbinamento di domanda ed offerta di *securities*, in quanto la finalità esclusiva è la facilitazione della raccolta del capitale di rischio da parte delle PMI, delle imprese sociali, degli OICR o delle imprese che investono prevalentemente in PMI. Compito che, nel

tacito riconoscimento della legge, si concreta mediante le regole di autonomia privata predisposte dal gestore per conformare l'accesso dell'offerta sul portale. Pertanto, l'offerta al pubblico di quote, secondo il meccanismo dell'*equity crowdfunding*, è un sistema complanare ai tradizionali mercati di borsa, sorretto da uno statuto normativo autonomo che devia dall'impianto generale descritto dal Testo Unico della Finanza: emblematica è l'esenzione dal regime di approvazione e pubblicazione del prospetto informativo, dalla disciplina della sollecitazione all'investimento ma soprattutto dagli oneri imposti dalla direttiva MiFID.

Le nuove norme hanno avuto rilevanti echi anche nello spazio del diritto comune delle società. Ad esserne maggiormente colpito è l'istituto delle società a responsabilità limitata per effetto della deroga al divieto tipologico dell'offerta al pubblico di quote di partecipazione di *start-up* e PMI, costituite in forma di s.r.l. Dunque, al fenomeno della autonomia statutaria dei soci si abbina quello del mercato delle quote.

Dopo la riforma del diritto societario, le distanze tra la fattispecie azionaria e la quota di s.r.l. diventano mobili, in quanto la PMI s.r.l. viene abilitata a prerogative proprie della s.p.a. Si tratta dei processi di standardizzazione e categorizzazione delle quote di s.r.l., i quali sono necessario presupposto della circolazione mobiliare, e del *self placement* delle proprie quote mediante piani di incentivazione destinati ai dipendenti.

La ricerca si concentra sulla rinnovata osmosi tra il diritto dei mercati finanziari e il diritto delle società innestata dalla legislazione sull'*equity crowdfunding*, dando meramente accenno della recente introduzione della variante del *debt crowdfunding*.

Nodale è la "domanda fondamentale" che percorre la vastità e la complessità degli argomenti studiati, affinché la trattazione non assuma il senso di un "quarantadue", ossia di una risposta giusta ad una domanda sbagliata.

Il *fil rouge* è la riflessione sul valore delle norme novellatrici in commento.

Le norme speciali regolano un aspetto peculiare di una branca o di un istituto giuridico, senza derogarne i principi fondamentali; di converso, le eccezionali

hanno carattere eversivo dei principi reggenti del settore giuridico in cui intervengono.

Le deroghe poste dal finanziamento mediante portali di *equity crowdfunding*, segnatamente nell'area del diritto commerciale, definiscono i contorni di una disciplina di favore per la realtà della piccola e media impresa, ma al contempo ne rompono i principi strutturali. Primo tra tutti, il divieto di offerta al pubblico di quote di partecipazione di s.r.l. Pertanto, non si rintraccia un rapporto di concentrazione tipico tra la norma generale e la norma speciale, ma le previsioni legislative e regolamentari sull'*equity crowdfunding* descrivono uno statuto autonomo eccezionale, che affonda la sua *ratio* nella disciplina generale dei mercati finanziari e delle società a responsabilità limitata.

In potenza, la portata delle nuove norme sembra ricevere forza espansiva dalla promulgazione del Regolamento Prospetto UE n. 1129/2017, il quale conferisce agli Stati membri la discrezionalità di esonerare dall'obbligo del prospetto le offerte di valori mobiliari, prive del beneficio del regime del passaporto, fino ad un massimo di euro otto milioni. Considerato che è ancora in cantiere la proposta di una regolazione europea dell'*equity crowdfunding*, le offerte mediante portali *on-line* non sono dotate del passaporto europeo, sicché si innalza la soglia di esenzione dal regime del prospetto per le offerte al pubblico di strumenti finanziari tramite portali.

Il presente lavoro è strutturato in cinque capitoli. Nel primo capitolo, dopo una panoramica sulle fonti di finanziamento *extra* bancarie per le SMEs, si ripercorre l'evoluzione della regolamentazione italiana dell'*equity crowdfunding*; il secondo è dedicato sia all'analisi comparata del fenomeno sia alle prospettive comunitarie *in jure condendo*; il terzo si occupa dell'analisi delle deroghe introdotte al diritto societario comune delle società a responsabilità limitata.; il quarto capitolo è incentrato sulla figura dei gestori dei portali di *equity crowdfunding*; infine, l'ultimo analizza la natura delle regole di autonomia privata adottate dai portali e la loro collocazione nel sistema delle fonti del diritto.

# CAPITOLO I

## L'ACCESSO AL FINANZIAMENTO DELLE PMI.

### L'EQUITY CROWDFUNDING

SOMMARIO: 1. Premessa. L'accesso delle PMI al mercato mobiliare come alternativa alle fonti tradizionali del credito. – 2. Il ricorso al mercato del capitale di credito. – 2.1. Le cambiali finanziarie. – 2.2. I *mini-bond*. – 2.3 I confidi. – 3. Il ricorso al mercato del capitale di rischio. – 3.1. Le agevolazioni alla quotazione delle PMI. – 4. Un ulteriore strumento di agevolazione: l'*equity-based crowdfunding*. – 5. L'evoluzione della regolazione dell'*equity crowdfunding*. – 5.1. Il Decreto Crescita *-bis* e il Regolamento Consob n. 18592/2013. – 5.2. Il Decreto Crescita 3.0: l'estensione alle PMI innovative. – 5.3. Le modifiche della Legge di bilancio 2017. Il nuovo TUF 2018.

#### 1. Premessa. L'accesso delle PMI al mercato mobiliare come alternativa alle fonti tradizionali del credito

La crisi dei mutui *sub prime*, dopo il fallimento nel 2008 del colosso americano *Lehman Brothers*, ha congestionato i flussi di capitali all'interno dei mercati finanziari. Il grave contraccolpo subito dal sistema del finanziamento d'impresa ha registrato conseguenze allarmanti, come la diffusione del fenomeno di *downsizing*, soprattutto tra le PMI <sup>1</sup>, fino a compromettere la stessa capacità di sopravvivenza delle imprese *in bonis* nel mercato, a causa della difficoltà di reperire credito. Non irrilevanti sono state le reazioni degli attori di mercato <sup>2</sup>. Le PMI, ancorate ad una struttura a base familiare o limitata alla cerchia di pochi fiduciari, hanno accentuato la propria ritrosia verso fonti di finanziamento

---

<sup>1</sup> CERVED, *Rapporto Cerved PMI 2017*, disponibile all'indirizzo [http://www.educational.rai.it/materiali/pdf\\_articoli/39231.pdf](http://www.educational.rai.it/materiali/pdf_articoli/39231.pdf).

<sup>2</sup> Il finanziamento, specie dopo l'esplosione della crisi finanziaria, è stato tra gli aspetti su cui maggiormente si è misurato il «dualismo dimensionale» delle imprese. FIORI, *Lo statuto economico delle piccole e medie imprese*, in *La riforma del diritto societario, Quaderni del Consiglio Superiore della Magistratura*, Quaderni del Consiglio Superiore della Magistratura, Roma 27 – 30 gennaio 2003; 24 – 27 gennaio 2003; 6 – 8 febbraio 2003; 17 – 19 febbraio 2003, pp. 137 ss., disponibile all'indirizzo <https://www.csm.it/documents/21768/81517/quaderno+139/fbb86c76-75a7-43e5-87fd-2792743ff5e4>.



estranee al canale del credito bancario <sup>3</sup>. Dal canto loro, le banche hanno mostrato maggiore diffidenza a concedere credito senza una ponderata indagine sugli obiettivi e le prospettive delle imprese nel lungo periodo, al fine di tutelarsi dal rischio di insolvenza del debitore <sup>4</sup>. Oltre a conteggiare elevati tassi di interesse, gli enti bancari hanno optato per erogazioni di credito a breve termine <sup>5</sup>, nelle forme dello sconto bancario o dell'anticipazione bancaria, ovvero per operazioni di cartolarizzazione dei crediti nel lungo periodo. Lo stato di fatto, secondo la definizione di Keynes, è di deterioramento dello *state of confidence* <sup>6</sup>: tutti i fattori si influenzano negativamente come in un circolo vizioso, la cui retroazione negativa è stata la diminuzione del grado di fiducia nel mercato. Neanche i sistemi di *angel finance* e di *venture capital* sono stati valide alternative capaci di dissuadere dalla dipendenza dal canale bancario e rompere il circolo.

I nuovi indirizzi di politica legislativa hanno mirato a favorire l'accesso diretto delle piccole e medie imprese anzitutto al mercato del capitale di credito <sup>7</sup>: si pensi alla nuova disciplina delle cambiali finanziarie e l'introduzione dei c.d. *mini-bond*. Nella logica del diritto dell'emergenza, il legislatore ha preso coscienza dell'insufficienza del finanziamento esterno sotto forma di capitale di credito come unico canale per il reperimento di risorse economiche per la PMI, e ha progressivamente agevolato la strada alla quotazione delle PMI nel mercato del capitale di rischio. Ed è in questo contesto che si inserisce la significativa novità del finanziamento tramite il meccanismo dell'*equity crowdfunding*, che ha definitivamente smantellato il tabù dell'investimento in capitale di rischio per le PMI indipendentemente dal tipo sociale.

---

<sup>3</sup> CARLESÌ, *Capitale di rischio e innovazione delle nuove piccole imprese, Alcune riflessioni sulle possibilità di sviluppo del ruolo del formal ed informal venture capital*, in *Econ. Pol. Ind.*, 2006, p. 21.

<sup>4</sup> BISONI e FERRARI, *Il rapporto banca-impresa: superare antichi problemi e affrontare nuove sfide*, in *Banc.*, 2012, 5, pp. 15 ss.

<sup>5</sup> BOTTICINI, ROTONDI e SADUN, *Accesso delle PMI alla finanza di mercato: come accelerare il processo di creazione dei capitali pan-europeo?*, in *Banc.*, 2017, p. 137; PELLEGGATA, *Capitalizzazione e fonti di finanziamento delle Pmi italiane: criticità e nuovi strumenti*, in *Banc.*, 2013, pp. 55 ss.

<sup>6</sup> KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Londra, 1936.

<sup>7</sup> Per un'analisi sui fattori ostativi alla quotazione delle medie imprese italiane, v. GIORDANO e MODENA, *Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane*, *Discussion papers*, Consob, 7 settembre 2017, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/11973/219968/dp7.pdf/fe76dbcd-baac-4bc4-a4d7-357b71d0ba3f>.

In altri momenti, la scelta legislativa avrebbe varato riforme dirette ad incrementare il debito pubblico, mentre gli attuali interventi di politica economica si contraddistinguono per essere a costo zero: senza mettere mano alla finanza pubblica, si cerca di uscire dalla crisi rimeditando istituti classici del codice civile.

Nel presente di capitolo si tenterà di tracciare le linee evolutive del sistema. La prima parte è dedicata all'esame delle forme di finanziamento in capitale di credito tramite gli strumenti delle cambiali finanziarie, dei *mini-bond* e degli investimenti collettivi in consorzi fidi. La seconda parte affronta il tema del ricorso delle PMI, costituite in forma di s.p.a., al mercato del capitale di rischio e delle agevolazioni all'uopo previste. La terza parte introduce il finanziamento mediante portali di *equity based crowdfunding* dando conto dell'evoluzione normativa del fenomeno.

## **2. Il ricorso al mercato del capitale di credito**

La scelta legislativa di favorire il passaggio dal debito bancario al mercato del capitale di credito, secondo illustre dottrina, «può essere essenzialmente motivata dall'esigenza di ridurre l'esposizione nei confronti del sistema bancario, di realizzare cioè un effetto di “sostituzione” nella composizione del passivo di bilancio (dal debito bancario al debito verso il mercato intermediato da fondi pensione e società di gestione del risparmio)»<sup>8</sup>. Non risulterebbero convincenti giustificazioni, per contro, né l'interesse a preservare la posizione del socio di controllo dalle conseguenze derivanti dall'ampliamento della compagine sociale (quale si avrebbe a seguito del ricorso al mercato del capitale di rischio), né l'obiettivo di disciplinare la condotta manageriale imponendo esborsi a scadenze predeterminate.

---

<sup>8</sup> MAUGERI, *Capitale di debito, minibond e informazione “imperfetta” del mercato*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, pp. 449 ss., in part. pp. 452-454. «Una prima funzione del ricorso all'indebitamento da parte delle imprese “private” è che esso consente di evitare il rischio di una diluizione del socio di controllo». La valenza di questa funzione è smentita sulla considerazione che l'eccessiva esposizione al debito può essere causa del rischio di insolvenza per l'impresa. «Una seconda funzione astrattamente ascrivibile al capitale di debito attiene al piano di governo della condotta dei gestori dell'impresa [...] l'esistenza di un obbligo di effettuare pagamenti a scadenze predefinite [...] è idonea a disciplinare le decisioni degli amministratori, imponendo loro una programmazione finanziaria efficiente in quanto diretta a creare la liquidità necessaria a far fronte ai debiti pecuniari volta a volta esigibili». Anche questa funzione non sembra convincere del tutto. Infatti, oltre a non osservarsi alcuna differenza sostanziale con il debito bancario, nella dimensione della PMI la figura del socio tendenzialmente coincide con il ruolo di amministratore, sicché i piani dell'interesse sociale e dell'interesse gestionale coincidono.

In tale prospettiva possono essere spiegati gli interventi legislativi diretti ad ampliare la possibilità per le PMI di fare ricorso al mercato per soddisfare esigenze di finanziamento a breve (cambiali finanziarie) e a medio-lungo termine (c.d. *mini-bond*), fruendo di forme di garanzia collettiva (riforma Confidi).

## 2.1 Le cambiali finanziarie

L'istituto delle cambiali finanziarie<sup>9</sup> è stato introdotto nel nostro ordinamento a metà degli anni Novanta<sup>10</sup>, e poi modificato con il *revirement* normativo del 2012<sup>11</sup>. Rispetto alla versione originaria, la riforma ha ampliato la platea dei soggetti legittimati all'emissione delle cambiali finanziarie: le società di capitali (compresa la s.r.l.), le società cooperative e le mutue assicuratrici diverse dalle banche e dalle microimprese. Dunque sono chiaramente escluse le imprese individuali e le società di persone<sup>12</sup>; sono invece incluse nel novero le PMI (ad eccezione, come si è detto, delle microimprese), per le quali in passato il collocamento fra il pubblico di titoli di debito incontrava ostacoli di diritto (come per le s.r.l.) e di fatto (si pensi, in particolare, alla difficoltà di sostenere il costo del prospetto informativo)<sup>13</sup>.

L'impresa emittente ovvia al ricorso al credito bancario attraverso l'emissione di titoli in serie nel contesto di un'unica operazione di finanziamento<sup>14</sup>, sotto forma

---

<sup>9</sup> Le cambiali sono la trasposizione nel nostro ordinamento dell'istituto di origine anglosassone dei *commercial papers*. GIULIANI, *Fattispecie e disciplina dei commercial paper*, in *Fisco*, 2015, 27, pp. 2630 ss.; ASCARELLI, *Commercial paper*, in *Dig., disc. priv., sez. comm.*, III, Torino, 1998, pp. 158 ss. Diretti ascendenti delle cambiali finanziarie possono essere considerate le accettazioni bancarie e le polizze di credito commerciale. Infatti, le cambiali finanziarie cumulano aspetti di entrambe le fattispecie: «con le prime hanno in comune la natura di documenti finanziari a breve termine, lo schema della cambiale (anche se la forma del pagherò e non della tratta), l'emissione in serie e la clausola “senza garanzia”; con le seconde, oltre all'essere strumenti a breve termine, l'esenzione dall'imposta di bollo». La scelta del legislatore è stata, però quella di lasciare confinati all'area dell'atipicità i predetti strumenti, e dare sistemazione normativa delle sole cambiali finanziarie con l'auspicio di rendere certa e rapida la circolazione del credito. Cfr. CALLEGARI, *Cambiale finanziaria*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Torino, 2013. Sulle differenze e le analogie tra cambiali finanziarie e accettazioni bancarie, v. MARTORANO, *Profili cartolari delle cambiali finanziarie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1996, pp. 129 ss.

<sup>10</sup> Cfr. l. 13 gennaio 1994, n. 43, “*Disciplina delle cambiali finanziarie*”.

<sup>11</sup> Cfr. art. 32 d.l. 26 giugno 2012, n. 83, convertito con modificazioni nella l. 7 agosto 2012, n. 134, e in ultimo corretto per effetto del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179.

<sup>12</sup> PAGANIN, *Note minime a margine delle recenti modifiche normative in tema di cambiali finanziarie*, in *Ric. giur.*, 2014, 3, pp. 110 ss.

<sup>13</sup> MARRONI, *Verso un mercato delle cambiali finanziarie*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 860.

<sup>14</sup> Dal carattere di titoli di serie, nella specie “chiusa”, si deduce la natura giuridica di beni fungibili, il cui valore è espressione di una frazione matematica: ASSONIME, *Le innovazioni sulla*

di mutuo cambiario. L'innovazione segna un momento di rottura sul piano sistematico, tanto da destare dubbi circa la compatibilità dell'istituto in commento con la disciplina generale dettata per le cambiali<sup>15</sup>. Seppur entrambi i titoli rivestano la natura giuridica di titoli all'ordine (le cambiali finanziarie sono emesse nelle forme del vaglia cambiario, ossia della promessa di pagamento), la distanza tra le due fattispecie si può cogliere, per un verso, rispetto al carattere di astrattezza, che viene del tutto perso nelle cambiali finanziarie, e per altro verso

---

*finanza d'impresa: cambiali finanziarie, obbligazioni subordinate e partecipative*, Circolare n. 39/2013, in *Riv. soc.*, 2013, 243. In dottrina, PAGANIN, *Note minime*, cit., pp. 108 – 109. L'affermazione del carattere di titoli di "serie chiusa" con la riforma del 2012 è valsa a dissipare le contraddizioni dottrinarie sulla natura giuridica delle cambiali finanziarie, data l'ambigua coniugabilità del profilo strutturale del vaglia cambiario e del profilo funzionale volto all'investimento. «Secondo un orientamento diffuso, che potrebbe essere definito "riduzionista", si sarebbe dovuto riconoscere tutt'al più che le cambiali finanziarie fossero una variante del comune vaglia cambiario, e in tal senso si è invocato l'argomento tratto dall'art. 1, co. 2, L. 43/1994, che sancisce l'equiparazione alla cambiale ad ogni effetto di legge: di qui la qualificazione in termini di titolo (non di massa, ma) di serie, di natura individuale al pari delle comuni cambiali. In senso opposto, a favore del riconoscimento di un'autonoma fisionomia rispetto ai titolari cambiari, è stata posta in luce una serie di indici significativi della peculiare funzione propria delle cambiali finanziarie, quali la denominazione, l'obbligo di indicare i proventi sul titolo (in relazione alle scadenze compatibili con la disciplina speciale delle cambiali finanziarie), l'esclusione *ex lege* della responsabilità del girante al fine di favorire il disinvestimento, la qualificazione come valore mobiliare e come strumento di raccolta del risparmio. Le caratteristiche ora elencate, presenti già nel testo originario della L. 43/1994, sono state ritenute sintomatiche dell'autonomia sul piano funzionale della cambiale finanziaria, fin dal *nomen* prescelto univocamente destinata ad assolvere a una funzione di investimento. Conferma della natura di titolo di massa è stata tratta, poi, dalle stesse disposizioni di attuazione dell'art. 11 T.u.b., nella parte in cui prescrivono di indicare sul documento l'ammontare globale dell'emissione di cui è parte, connotando dunque in termini di "serie chiusa" l'operazione»: MOTTI, *Dalla destinazione alla circolazione alla destinazione al mercato: i "nuovi" titoli di massa*, in *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni, con riflessioni sul diritto cartolare e delle assicurazioni. Atti del Convegno di Venezia dei giorni 9 e 10 maggio 2014 "Impresa e società, assicurazioni, titoli di credito" in ricordo di Giulio Partesotti*, DE ANGELIS, MARTINA e URBANI, Padova, 2015, pp. 457 – 458. Per il primo orientamento: SPADA, *Cambiale finanziaria*, in *Enc. dir., Aggior. I*, Milano, 1997, pp. 263 ss., il quale afferma che «non c'è stato nessun "lieto evento" nella famiglia cambiaria: si è soltanto esteso al secondo membro della famiglia, il vaglia cambiario, uno statuto tributario, palesemente agevolato, già accordato al primo, alla tratta, nota alle cronache agitate dei finanziamenti «alternativi» alle imprese di una decina d'anni fa come «accettazione bancaria»; MASI, *Cambiale Finanziaria*, in *Enc. giur., Aggior. I*, Roma, 1995, pp. 7 ss., secondo il quale possono considerarsi istituti con una propria tipicità di una fattispecie che rimane comunque unitaria. Per il secondo orientamento: MARTORANO, *Profili cartolari*, cit., pp. 179 ss.

<sup>15</sup> Dubbi sono stati espressi da GRAZIANI, MINERVINI, BELVISO e SANTORO, *Manuale di diritto commerciale*<sup>17</sup>, Milano, 2017, pp. 645 ss. Il carattere di astrattezza, peculiare delle cambiali, ha permesso che nella prassi bancaria prendesse piede la distinzione tra cambiali commerciali, emesse dall'imprenditore a favore dei terzi in luogo dei rapporti commerciali interessati, e cambiali finanziarie, emesse in favore dell'istituto di credito a garanzia dei finanziamenti ricevuti. Ma, sottolineano gli A., non si deve cadere in confusione in quanto «queste cambiali, al di là del nome, non hanno molto da spartire con le cambiali finanziarie di cui si è detto in precedenza: diversa è la fattispecie; diversa è la disciplina, che infatti deroga incisivamente alla disciplina generale della cambiale (al punto che può dubitarsi che esse siano davvero una speciale categoria di cambiali, e non piuttosto una categoria a sé stante)».

rispetto alla diversa funzione di queste ultime, di titolo di massa anziché di titolo individuale. La necessaria denominazione di “cambiale finanziaria” all’interno del titolo <sup>16</sup> comporta che dal contesto letterale emerga, seppur per implicito, il rapporto fondamentale e la sua natura di operazione unitaria frazionata in entità standardizzate <sup>17</sup>. In definitiva, si tratta di titoli rientranti nella categoria dei titoli di credito causali di massa <sup>18</sup>.

L’emissione di cambiali finanziarie è autorizzata solo se l’emittente abbia provveduto all’obbligo di certificazione dell’ultimo bilancio <sup>19</sup>. Altra condizione posta all’emissione è il supporto da parte di un ente *sponsor* (una banca, un’impresa di investimento o una società di gestione del risparmio), il quale acquisti nel proprio portafoglio una quota-parte delle cambiali emesse e la mantenga fino alla loro “naturale scadenza” <sup>20</sup>. Lo *sponsor* partecipa al rischio di *default* dell’emissione e avrà tutto l’interesse a procedere ad una previa valutazione e ad un costante monitoraggio della tenuta finanziaria del soggetto emittente <sup>21</sup>. Qualora la società decida di non avvalersi di uno *sponsor* – facoltà

---

<sup>16</sup> Oltre che a tutti gli elementi formali prescritti a norma dell’art. 100 l.camb.: parla di c.d. “formalismo cambiario”. STELLA RICHTER JR., *Titoli di credito*, in AA. VV., *Diritto delle imprese. Manuale Breve*, Torino, 2012, pp. 208 ss., in part. pp. 228 e 233.

<sup>17</sup> GRAZIANI, MINERVINI, BELVISO e SANTORO, *Manuale di diritto commerciale*, cit., p. 646.

<sup>18</sup> Invero, l’opinione prevalente è di contrario avviso. L’attributo “finanziario” non aderisce alla causa, ma è indicativo del carattere seriale dell’operazione di investimento per cui è impiegato lo strumento. *Ex multis*, RIGHINI, *La nuova disciplina delle cambiali finanziarie*, in *Corr. Giur.*, 1994, p. 530.

<sup>19</sup> «La norma non chiarisce se debba trattarsi del bilancio di esercizio, oppure possa essere sufficiente anche un bilancio infrannuale, magari predisposto al fine specifico di consentire l’emissione delle cambiali finanziarie. Delle due opzioni interpretative, pare lasciarsi preferire la seconda: vuoi per ragioni di omogeneità con la risposta che generalmente si fornisce all’analogo quesito in materia di obbligazioni ([art. 2412, co. 1, c.c.](#)), vuoi perché in tal modo si consente l’emissione di cambiali finanziarie nel corso già del primo esercizio, da parte di società neo costituite. Per quanto il precetto di cui si dice nel testo non abbia cura di precisarlo – a differenza del citato [art. 2412, co. 1, c.c.](#) – non sembra invece potersi dubitare che l’ultimo bilancio debba essere stato approvato dai soci»: BRIOLINI, *Cambiali finanziarie*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Torino, 2015.

<sup>20</sup> Art. 1, co. 2 -bis, l. n. 43/1994: «b) lo *sponsor* mantiene nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, una quota dei titoli emessi non inferiore: 1) al 5 per cento del valore di emissione dei titoli, per le emissioni fino a 5 milioni di euro; 2) al 3 per cento del valore di emissione dei titoli eccedente 5 milioni di euro, fino a 10 milioni di euro, in aggiunta alla quota risultante dall'applicazione della percentuale di cui al numero 1); 3) al 2 per cento del valore di emissione dei titoli eccedente 10 milioni di euro, in aggiunta alla quota risultante dall'applicazione delle percentuali di cui ai numeri 1) e 2)».

<sup>21</sup> Art. 1, co. 2 -ter, l. n. 43/1994, introdotto dalla legge di conversione del d.l. n. 83/2012: «Lo *sponsor* deve segnalare, per ciascun emittente, se l’ammontare di cambiali finanziarie in circolazione è superiore al totale dell’attivo corrente, come rilevabile dall’ultimo bilancio approvato. Per attivo corrente si intende l’importo delle attività in bilancio con scadenza entro

ammessa per gli emittenti diversi dalle PMI –, essa deve coprire l’operazione nella misura del venticinque per cento attraverso garanzie prestate da una banca, da un’impresa di investimento o anche da un consorzio fidi (artt. 2 *-quater - sexies*).

Il ciclo vitale di una cambiale finanziaria ha durata breve, comunque «non inferiore ad un mese e non superiore a trentasei mesi dalla data di emissione»<sup>22</sup>. Se raffrontata alla disciplina originaria, la riforma del 2012 ha ridotto il termine minimo di scadenza da tre mesi ad un mese, mentre ha aumentato il termine massimo da dodici a trentasei mesi<sup>23</sup>: la modifica risponde all’esigenza di un equo bilanciamento tra l’interesse dell’emittente di usufruire di un periodo più esteso per la raccolta del credito e l’interesse dell’investitore a rimanere esposto al rischio di perdite per un tempo circoscritto<sup>24</sup>.

Le cambiali finanziarie possono essere emesse e girate solo in favore degli investitori professionali, che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente (art. 1, co. 2 *-bis*, lett d), l. 43/1994)<sup>25</sup>.

---

l’anno dalla data di riferimento del bilancio stesso. Nel caso in cui l’emittente sia tenuto alla redazione del bilancio consolidato o sia controllato da una società o da un ente a ciò tenuto, può essere considerato l’ammontare rilevabile dall’ultimo bilancio consolidato approvato. Lo sponsor classifica l’emittente al momento dell’emissione, distinguendo almeno cinque categorie di qualità creditizia dell’emittente, ottima, buona, soddisfacente, scarsa e negativa, da mettere in relazione, per le operazioni garantite, con i livelli di garanzia elevata, normale o bassa. Lo *sponsor* rende pubbliche le descrizioni della classificazione adottata». In argomento, v. MARRONI, *Verso un mercato*, cit, pp. 864 ss.; PUCCI e SCAPPINI, *Gli strumenti di finanziamento per le Pmi previsti dal Decreto Crescita*, in *Fisco*, 2012, 38, pp. 6085.

<sup>22</sup> Art. 1, co. 1, l. n. 43/1994. Se rispetto alla causa dell’operazione, le cambiali finanziarie presentano carattere di similarità alle obbligazioni emesse dalle s.p.a., è la temporalità il fattore che ne segna i reciproci perimetri. Infatti le cambiali finanziarie, come detto, sono soggette a scadenza, mentre le obbligazioni non conoscono limiti sul piano temporale, anzi le obbligazioni partecipative, introdotte dall’art. 32, co. 19, l. 83/2012, non possono avere una scadenza inferiore a trentasei mesi.

<sup>23</sup> Il termine è stato elevato da diciotto a trentasei mesi in sede di conversione del d.l. n. 83/2012. La durata non inferiore ad un mese e non superiore ai diciotto mesi, prevista nel Decreto Crescita, recepisce le indicazioni della proposta di legge n. 1959 presentata il 14 novembre del 2001: cfr. MIGNARRI, *Cambiali finanziarie: la proposta di legge di modifica della disciplina normativa e fiscale*, in *Impr. comm. ind.*, 2002, p. 4.

<sup>24</sup> CALLEGARI, *Cambiali finanziarie*, cit.

<sup>25</sup> ASSONIME, *Le innovazioni*, cit, p. 251. L’investitore professionale è colui che «gestisce risorse proprie o altrui in maniera professionale e cioè come componente abituale e ripetuta nel tempo della propria attività, indipendentemente dalla natura di intermediario vigilato»: MOTTI, *Dalla destinazione*, cit, pp. 472 ss., in part. p. 473, a cui si rinvia per un più attento approfondimento. L’A., inoltre, parla di «vero e proprio puzzle interpretativo» in riferimento alla sostituzione della locuzione di “investitore professionale” in luogo di “investitore qualificato”.

Rispetto al regime della circolazione, la legge consente di trasferire le cambiali finanziarie solo previa apposizione della clausola “senza garanzia”<sup>26</sup>: il fine è di scongiurare che sia la «fiducia verso coloro che volta a volta intervengono a girare le cambiali, presumibilmente a fine di smobilizzo» ad indurre all’investimento e non «le garanzie offerte dal soggetto emittente»<sup>27</sup>, come avverrebbe se fosse possibile dar corso ad azioni cartolari di regresso. L’importanza della clausola *de qua* è sottolineata dal fatto che, non dovendosi ritenere ammessa l’integrazione *ex lege* del contesto letterale del titolo nell’ipotesi di omissione in ossequio al principio di letteralità, la cambiale finanziaria alla quale non fosse apposta la clausola senza garanzia sarebbe da qualificare come titolo atipico<sup>28</sup>. È consentita altresì la circolazione in forma dematerializzata delle cambiali finanziarie. In tal caso, l’ente deve presentare apposita richiesta alla società di gestione accentrata di strumenti finanziari, completa dei dati per legge richiesti e corredata dalla promessa di pagare alla scadenza i titolari delle cambiali<sup>29</sup>. Il regime della

---

<sup>26</sup> MARRONI, *Verso un mercato*, cit., p. 857.

<sup>27</sup> GRAZIANI, MINERVINI, BELVISO e SANTORO, *Manuale di diritto commerciale*, cit., p. 649.

<sup>28</sup> M. CALLEGARI, *Cambiale finanziaria*, cit.

<sup>29</sup> Art. 1 -bis, co. 2, l. n. 43/1994: «Per l’emissione di cambiali finanziarie in forma dematerializzata, l’emittente invia una richiesta alla società di gestione accentrata di strumenti finanziari, contenente la promessa incondizionata di pagare alla scadenza le somme dovute ai titolari delle cambiali finanziarie che risultano dalle scritture contabili degli intermediari depositari». Nel comma successivo sono elencati gli elementi che devono essere specificati: «nella richiesta di cui al comma 2 sono altresì specificati: a) l’ammontare totale dell’emissione; b) l’importo di ciascuna cambiale; c) il numero delle cambiali; d) l’importo dei proventi, totale e suddiviso per singola cambiale; e) la data di emissione; f) gli elementi specificati nell’articolo 100, primo comma, numeri da 3) a 7), del regio decreto 14 dicembre 1933, n. 1669; g) le eventuali garanzie a supporto dell’emissione, con l’indicazione dell’identità del garante e l’ammontare della garanzia; h) l’ammontare del capitale sociale versato ed esistente alla data dell’emissione; i) la denominazione, l’oggetto e la sede dell’emittente; l) l’ufficio del registro delle imprese al quale l’emittente è iscritto». La dematerializzazione delle cambiali finanziarie comporta la loro immistione nel sistema di gestione accentrato regolato dal combinato disposto dell’art. 83 -ter, t.u.f., e dal provvedimento adottato di concerto dalla Banca d’Italia e dalla Consob il 22 febbraio 2008, «Regolamento recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione», a cui si aggiungono le disposizioni regolamentari della Monte s.p.a., “*Istruzioni al servizio di Gestione Accentrata per Intermediari ed Emittenti*”, aggiornate al 26 marzo 2018. La società di gestione accentrata (s.g.a.), ricevuta la richiesta di ammissione al sistema, aprirà a favore e a nome dell’emittente un conto, in cui annotare tutti i movimenti relativi ai titoli, le cambiali finanziarie, oltre che le informazioni afferenti. Il titolare del conto ovvero il “giratario” delle cambiali potrà comunque compiere atti di disposizione sulle cambiali finanziarie – infatti la dematerializzazione non solleva la cambiale finanziaria dalla legge di circolazione sul piano degli effetti, propri della girata *ex art.* 15 ss. l.camb. – come di esercitare i relativi diritti portati dal titolo, con la precisazione che tali diritti spettano al titolare del conto acceso presso la s.g.a. V., BRIOLINI, *Cambiali finanziarie*, cit., a cui si rinvia per ulteriori riferimenti bibliografici.

dematerializzazione delle cambiali finanziarie diventa obbligatorio quando sono destinate alla negoziazione su un mercato regolamentato italiano<sup>30</sup>.

La disciplina, qui succintamente tratteggiata, non trova applicazione se l'emittente è una società quotata, in quanto sopperisce la disciplina speciale di settore.

Nonostante la «etereogeneità dei comparti normativi attraversati»<sup>31</sup> dall'istituto non impedisce di affermare che la disciplina delle cambiali finanziarie sia una palese deviazione dalla disciplina ordinaria dei titoli di credito: viene impiegata una categoria classica del diritto cartolare<sup>32</sup> al fine dell'investimento di impresa<sup>33</sup>. L'istituto delle cambiali finanziarie si qualifica come una forma di raccolta privata del risparmio presso il pubblico da parte di soggetti diversi dalle banche, ai sensi dell'art. 11, co. 4, t.u.b.<sup>34</sup>, in regime di deroga, in considerazione della circostanza che, sia nel mercato primario che nel mercato secondario, la circolazione è ammessa solo tra investitori professionali<sup>35</sup>.

## **2.2 I mini-bond.**

La fonte normativa dell'istituto dei *mini-bond* è il d.l. 22 giugno 2012, n. 83, convertito con modificazioni dalla l. 7 agosto 2012, n. 134<sup>36</sup>. Le prime reazioni in

---

<sup>30</sup> V. l'art. 1 -bis, co. 1, l. n. 43/1994, il quale rinvia espressamente all'art. 83 -bis, co. 1, t.u.f.

<sup>31</sup> SPADA, *Cambiale finanziaria*, cit.

<sup>32</sup> «Assolutamente distante dai modelli socialmente tipici, nonostante la nomenclatura aspiri ad una prassi risalente che denominava “cambiali finanziarie” gli strumenti destinati a dare esecuzione ad un rapporto di finanziamento (in contrapposizione alle c.d. cambiali commerciali, strumento di mobilitazione dei crediti da forniture di beni o servizi), il nuovo istituto costituisce espressione altresì della progressiva evoluzione del sistema verso una valorizzazione del profilo funzionale (natura di “titoli di investimento”) rispetto al profilo strutturale (documento di natura cartolare)»: APPIO, *Emissione di cambiali finanziarie e accesso delle piccole e medie imprese al mercato dei capitali*, Bari, 2013, p. 12, opera a cui si rinvia per un approfondimento monografico sulle cambiali finanziarie

<sup>33</sup> BASSI, *Disciplina delle cambiali finanziarie. Commentario alla l. 13-1-1994 n. 43*, in *Nuove leggi civ.*, 1997, p. 75.

<sup>34</sup> Per un esame della norma, v. TROIANO, Sub. Art. 11 t.u.b., in *Comm. t.u.b. Capriglione*<sup>4</sup>, Milano, 2018, I, pp. 133 ss., in part. pp.147 ss.

<sup>35</sup> BANCA D'ITALIA, *Raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, in G.U. 19 novembre 2016, n. 271, disponibile all'indirizzo <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/disposizioni/raccolta-risparmio-soggetti-diversi/index.html>. In dottrina, MINERVINI, *Emissione di cambiali finanziarie e raccolta privata del risparmio, in Banca borsa tit. cred.*, 2000, 5, pp. 593 ss.

<sup>36</sup> La normativa è stata in seguito modificata prima dal d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, Decreto Sviluppo bis, convertito con modificazioni dalla l. 17 dicembre 2012, n. 221; poi dal d.l. 23 dicembre 2013, n. 145, c.d. Piano Destinazione Italia, convertito con modificazioni dalla l. 21 febbraio 2014, n. 9; ed in ultimo dal d.l. 24 giugno 2014, n. 91, c.d. Decreto Competitività, convertito con modificazioni dalla L. 11 agosto 2014, n. 116, il cui art. 20, co. 2, lett. a), consente



dottrina si sono mostrate diffidenti rispetto al *novum*: chi lo ha definito come un'operazione di «*marketing* normativo», che non apporta nulla di innovativo sul piano giuridico ma unicamente vantaggi fiscali e contabili <sup>37</sup>; altri, invece, hanno affermato che la denominazione “*mini-bond*” non inquadra una fattispecie singola ma “categoriale”, nella quale confluirebbero le cambiali finanziarie, le obbligazioni partecipative e i titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata *ex art.* 2483 c.c. <sup>38</sup>

Tali rilievi critici sono superabili ove si consideri che l'istituto non difetta di una disciplina tipica, la quale per alcuni aspetti coincide con quella dettata per le cambiali finanziarie: i due istituti condividono la *ratio legis* di strumenti per il finanziamento di impresa. Infatti i *mini-bond* sono una forma di finanziamento collettivo, che si realizza mediante l'emissione in serie di titoli debito standardizzati – caratteristica che agevola la comparazione rispetto ad aspetti come la durata, il rendimento e il rischio – e che attribuiscono al relativo titolare il diritto al rimborso e alla remunerazione del capitale alla scadenza. I legittimati all'emissione dei *mini-bond* sono gli stessi soggetti legittimati all'emissione delle cambiali finanziarie. In particolare, le agevolazioni sul piano degli oneri fiscali e contabili previsti rendono l'emissione dei *mini-bond* congeniale alle esigenze di capitalizzazione delle PMI.

Una prima differenza tra l'istituto delle cambiali finanziarie ed i *mini-bond* è avvertita sul piano della durata. I *mini-bond* sono strumenti di finanziamento a medio-lungo periodo: è fissato solo il termine minimo di scadenza di trentasei mesi, che coincide con la scadenza massima delle cambiali finanziarie.

---

anche alle PMI di poter redigere il bilancio secondo gli standard dei principi contabili degli IAS/IFRS.

<sup>37</sup> CARRIÈRE, *I minibond e le “nuove” obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, in *Le Società*, 2014, 2, p. 183. *Contra*, GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, Milano, 2013, p. 100, nt. 7; FORESTIERI, *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio*, in *Bancaria*, 2014, pp. 3 ss.

<sup>38</sup> È rimessa all'autonomia statutaria la facoltà di ricorrere al prestito obbligazionario ed accedere alla disciplina di favore prevista per i *mini-bond*. MOTTI, *Dalla destinazione*, cit., p. 456. SPOLAORE, *Finanziamento “privato” e strumenti finanziari “partecipativi”*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, 2, pp. 272 ss.

La vera novità apportata dalla disciplina dei *mini-bond* è stata la riscrittura del quinto comma dell'art. 2412 c.c.<sup>39</sup>. Nel nuovo testo del precitato articolo è eliminato il limite legale imposto per l'emissione delle obbligazioni – *i.e.* il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili in base all'ultimo bilancio approvato – se, a seguito dell'emissione, detti titoli siano destinati ad essere quotati in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, ovvero le obbligazioni conferiscano il diritto all'acquisto o alla sottoscrizione di azioni<sup>40</sup>. La deroga tipica ai limiti quantitativi previsti dalla norma societaria<sup>41</sup> ha il duplice effetto di democratizzare l'accesso

---

<sup>39</sup> L'art. 2412, co. 5, c.c. è stato modificato dall'art. 32, co. 26, d.l. 83/2012, e il nuovo testo recita: «i commi primo e secondo non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni». Nella previgente formulazione, il limite poteva essere superato solo se le obbligazioni in eccedenza erano sottoscritte da un soggetto sottoposto a vigilanza prudenziale ovvero erano state emesse da s.p.a. quotate. In generale, in tema di prestito obbligazionario, v. per tutti PISANI, *Le obbligazioni, in Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G. F. Campobasso*, ABBADESSA e PORTALE, diretto da, Torino, 2006, 1, pp. 798 ss.

<sup>40</sup> La deroga ai limiti quantitativi per l'emissione di obbligazioni, portata dalla disciplina dei *mini-bond*, pone in dubbio «addirittura il suo diritto di cittadinanza nell'ordinamento». Nell'idea del legislatore del 1942 doveva avere la funzione di norma di ordine pubblico con il fine di «attuare l'esigenza di un'equilibrata distribuzione del rischio di attività di impresa tra azionisti e obbligazionisti», come si legge nella Relazione al codice. «In realtà il tema del bilanciamento tra le due fonti di risorse finanziarie o, come anticamente era visto, di evitare il ricorso a un eccessivo indebitamento è mal posto. Poiché nell'ordinamento non esiste un rapporto legalmente rilevante tra capitale e debito, rapporto che avrebbe come presupposto l'individuazione, non compiutamente dimostrata, di un capitale adeguato e, soprattutto il bilanciamento tra debito e capitale è illusorio, visto che non esiste un rapporto normativo tra mezzi propri e debito bancario stante l'esistenza di un limite legale alla quantità di debito obbligazionario che la società può raccogliere, le banche prestano l'ulteriore capitale investito, senza limiti legali alla struttura finanziaria della società e valutano il merito caso per caso, non sono vincolate a priori». L'esistenza dei limiti legali è una forma di garanzia *ex lege* che, ad oggi, sembra incoerente con l'evoluzione dell'ordinamento dell'economia e che pregiudica le imprese italiane nella concorrenza sul mercato internazionale, essendo una prerogativa quasi esclusivamente dell'ordinamento italiano: così DE BIASI, *Raccolta di debito, doveri di informazione e responsabilità*, in *Regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, pp. 571 ss.

<sup>41</sup> Il limite quantitativo posto all'emissione delle obbligazioni rispetto alle società cooperative è stato posto in discussione da Giuliana Martina. Prima dell'entrata in vigore dell'art. 58 della l. 448/1998 – articolo che ha riconosciuto le cooperative non quotate come emittenti obbligazionari –, la variabilità del capitale sociale era argomento contrario alla possibilità di emissione delle obbligazioni per le cooperative. L'A., tramite una lettura alternativa in chiave monetaria dell'art. 2410 c.c., ha dimostrato che il limite quantitativo imposto dalla norma è inoperativo per le cooperative bancarie e le società cooperative finanziarie sottoposte a vigilanza. La ratio sottesa all'articolo precitato sarebbe quella di scongiurare, per le società sottocapitalizzate, «la pericolosità insita nell'appello al pubblico risparmio in forma cartolare», la quale, di contro, risulta irrazionale per le società emittenti che fanno della raccolta del risparmio presso il pubblico la propria attività tipica. V. MARTINA, *La raccolta in titoli obbligazionari delle società cooperative*, in *Riv. coop.*, 1997, pp. 121 ss.; ID., *L'emissione di obbligazioni da parte delle società cooperative*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, pp. 511 ss.

al mercato mobiliare attraverso lo strumento obbligazionario, e dall'altro di ridurre le distanze tra le società quotate e non quotate <sup>42</sup>.

La finale destinazione al mercato è preceduta da un vero e proprio *iter* decisionale <sup>43</sup> attraverso il quale sono messe al vaglio le ragioni di opportunità dell'emissione rispetto a piani di sviluppo, a operazioni straordinarie di investimento o di *refinancing* <sup>44</sup>, ragioni per cui è apparso appropriato l'appellativo di "finanza di progetto" <sup>45</sup>. Oltre ad un giudizio sulla fattibilità dell'operazione, l'ulteriore presupposto che deve essere considerato è la solidità finanziaria dell'impresa, c.d. *rating investment grade*, o in alternativa il possesso da parte dell'impresa stessa di garanzie idonee per la copertura finanziaria dell'emissione dei *mini-bond* <sup>46</sup>. La complessa architettura del procedimento si spiega in ragione dell'illiquidità finanziaria iniziale e dell'ampio margine temporale che occupa l'emissione. Per tali motivi, si impone all'emittente di mettere a punto una strategia di *due diligence*: gli obiettivi sono, in primo luogo, di dipanare l'informazione societaria spesso opaca nella dimensione della piccola e media impresa, e, in secondo luogo, di fronteggiare i livelli di concorrenza nel mercato mobiliare. Non è richiesta la pubblicazione di un prospetto informativo, poiché la scelta legislativa ha puntato a

---

<sup>42</sup> CANALINI, *I c.d. "mini-bond" e le "nuove" obbligazioni subordinate e partecipative*, in *Nuove leggi civ.*, 2015, 2, pp. 387 ss.

<sup>43</sup> Il procedimento di emissione dei *mini-bond* può essere scandito nelle seguenti fasi: 1) studio della fattibilità; 2) strutturazione del prestito obbligazionario; 3) regolamento del prestito; 4) *rating*; 5) *pre-marketing*; 6) delibera societaria; 7) redazione dell'istruttoria per la quotazione; 8) ricerca degli investitori; 9) collocamento sul mercato degli investitori istituzionali. Cfr. TROISE, *Come finanziare le PMI*, Milano, 2014, pp. 170 ss. Gli attori che fanno parte della filiera dell'emissione di *mini-bond* sono: 1) l'*advisor*, ossia il soggetto chiamato a collaborare con l'emittente per lo studio della fattibilità del finanziamento e lo assiste sino all'emissione; 2) l'*arranger*, generalmente una banca, si occupa del collocamento dei titoli e delle relazioni con gli investitori; 3) la società di *rating*, alla quale è affidato il giudizio di solvibilità dell'ente; 4) i consulenti legali, interessati alla cura degli aspetti formali. Cfr. AVERSA, *Mini-Bond, cambiali finanziarie e obbligazioni partecipative: nuovi strumenti di finanziamento per le PMI*, in *Riv. banc.*, 2014, pp. 139 ss.

<sup>44</sup> ASSONIME, *Il finanziamento a medio lungo termine delle imprese in Italia*, 2015, p. 18, disponibile all'indirizzo [http://www.assonime.it/Allegati/Documents/259455/Il\\_finanziamento\\_a\\_medio\\_e\\_lungo\\_termine\\_delle\\_imprese\\_in\\_Italia.pdf](http://www.assonime.it/Allegati/Documents/259455/Il_finanziamento_a_medio_e_lungo_termine_delle_imprese_in_Italia.pdf). Riconosce la possibilità dell'emissione di *mini-bond* anche per il finanziamento di un piano concordatario o di ristrutturazione VITALI, *Finanza "ponte", finanza "in esecuzione" e "interinale" (ossia il puzzle della disciplina dei finanziamenti alle imprese in crisi): appunti*, in *Contr. e impr.*, 2015, 1, p. 167.

<sup>45</sup> DE BIASI, *Raccolta del debito*, cit., 592.

<sup>46</sup> D'AURIA, *Il sistema delle garanzie a supporto dell'emissione di minibond*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, disponibile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/il-sistema-delle-garanzie-supporto-dell-emissione-di-minibond>.

snellire gli adempimenti prescritti prevedendo unicamente l'obbligo di *disclosure* dei bilanci, dei progetti da finanziarsi e dei risultati che l'emittente si prefigge emettendo i *mini-bond*.

Nonostante le cautele normativamente imposte e gli obblighi di trasparenza contabile e informativa, i *mini-bond* sono strumenti a “sottoscrizione riservata”, ossia la cerchia dei potenziali sottoscrittori è ristretta alla categoria degli investitori professionali – al pari delle cambiali finanziarie – e a soggetti qualificati, quali banche, imprese di investimento, SGR, società di gestione armonizzate, SICAV, intermediari finanziari *ex art.* 107 TUB e banche con sede fuori dall'UE, ma autorizzate alla prestazione di servizi nel nostro ordinamento.

Per concludere, ad oggi, in Italia il mercato di riferimento per i *mini-bond* è il segmento Extra MOT Pro <sup>47</sup>, costola professionale di Extra MOT di Borsa Italiana s.p.a., mercato, questo, destinato alla contrattazione di obbligazioni e altri titoli di debito già ammessi alla negoziazione <sup>48</sup>.

### 2.3. I confidi.

I confidi, o per esteso i consorzi di garanzia collettiva fidi, hanno la loro attività principale nel rilascio di garanzie collettive alla banca erogatrice del finanziamento in favore di una delle imprese affiliate – PMI <sup>49</sup> – sollevandola

---

<sup>47</sup> I requisiti richiesti per essere ammessi alle negoziazioni sul segmento ExtraMOT PRO, sono: 1) l'emittente deve aver pubblicato i bilanci di almeno due esercizi annuali; 2) almeno l'ultimo bilancio deve essere stato sottoposto a [revisione contabile](#); 3) l'emittente deve redigere e rendere disponibile sul proprio sito *web* un documento di ammissione redatto secondo le linee guida stabilite da Borsa Italiana. BORSA ITALIANA, *ExtraMOT PRO, La risposta di Borsa Italiana alle esigenze di finding delle corporate italiane*, 2013, disponibile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/extramotpro/extramotpro.htm>.

<sup>48</sup> L'industria dei *mini-bond* non mostra segni di cedimento dall'anno del loro ingresso nel nostro sistema. Al 31 dicembre 2017, infatti, ammonta a 467 il numero totale delle emissioni realizzate da ben 326 imprese, di cui 137 PMI nel solo 2017, 47 in più rispetto all'anno 2016. Sul piano geografico, sono le imprese del Nord Italia a ricorrere in maggior misura a detta forma di finanziamento; mentre rispetto al settore produttivo, preponderante è il ricorso nel manifatturiero e nel settore dell'energia. Per maggiori dati e statistiche, POLITECNICO DI MILANO, *Osservatorio Mini-Bond, 4° Report italiano sui Mini-Bond*, 2018, disponibile all'indirizzo <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/portal/minibond/eventi/news-display?id=87&article=Presentato%20il%204%C2%B0%20Report%20italiano%20sui%20Mini-Bond%0A>. CELLINO, *La nuova «primavera» dei mini-bond e un futuro ancora da costruire con i Pir*, in *IlSole24ore, Finanza e mercati*, 15 febbraio 2018.

<sup>49</sup> «I confidi sono costituiti da piccole e medie imprese (PMI) industriali, commerciali, turistiche e di servizi, da imprese artigiane e agricole, come definite dalla disciplina comunitaria in materia di aiuti di Stato a favore delle piccole e medie imprese. Rientrano tra i soci dei confidi anche i soggetti iscritti in albi professionali e le associazioni professionali, nella misura in cui svolgono

parzialmente dal rischio di insolvenza <sup>50</sup>. Da sempre si sono caratterizzati come uno strumento a sostegno della piccola imprenditoria, «come espressione di una vocazione associazionistica tra gli imprenditori minori» <sup>51</sup>, che, per far fronte alla riluttanza degli enti creditizi a soddisfare le esigenze di credito, hanno scelto di collettivizzare la soluzione <sup>52</sup>. Il paradigma funzionale si fonda su un sistema a duplice garanzia. La prima consiste nella creazione di un fondo di rischio, o fondo collettivo di garanzia, ossia di un accantonamento patrimoniale riposto all'interno

---

un'attività economica e sempre che rispettino i limiti dimensionali relativi alle PMI. Ai confidi possono partecipare anche imprese di maggiori dimensioni rientranti nei limiti dimensionali determinati dall'Unione europea ai fini degli interventi agevolati della Banca europea per gli investimenti (BEI) a favore delle PMI purché complessivamente non rappresentino più di un sesto della totalità delle imprese consorziate o socie. La quota di partecipazione di ciascuna impresa non può essere superiore al 20% del fondo consortile o del capitale sociale, né inferiore a 250 euro. Gli enti pubblici e privati e le imprese di maggiori dimensioni che non possono far parte dei confidi possono sostenere l'attività dei confidi stessi attraverso contributi e garanzie non finalizzati a singole operazioni; questi soggetti non diventano consorziati o soci né fruiscono delle attività sociali, ma i loro rappresentanti possono partecipare agli organi elettivi dei confidi con le modalità stabilite dagli statuti, purché la nomina della maggioranza dei componenti di ciascun organo resti riservata all'assemblea dei soci. Possono altresì partecipare, anche in deroga alle disposizioni di legge che prevedono divieti o limiti di partecipazione, imprese non finanziarie di grandi dimensioni ed enti pubblici e privati, purché le piccole e medie imprese socie dispongano almeno della metà più uno dei voti esercitabili nell'assemblea e la nomina dei componenti degli organi che esercitano funzioni di gestione e di supervisione strategica sia riservata all'assemblea»: BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*, Circolare del 3 aprile 2015, n. 288, Tit. VII, Cap. 1, Sezione IV.

<sup>50</sup> Nella definizione a fini di vigilanza, «per attività di garanzia collettiva dei fidi», l'attività di garanzia collettiva dei fidi nei confronti delle imprese consorziate o socie, rappresentata dall'utilizzazione di risorse provenienti in tutto o in parte dalle imprese socie per la prestazione mutualistica e imprenditoriale di garanzie volte a favorirne il finanziamento da parte delle banche e degli altri soggetti operanti nel settore finanziario»: BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*, Circolare del 3 aprile 2015, n. 288, Tit. VII, Cap. 1, Sezione I, 3.

<sup>51</sup> VITTORIA, *I problemi giuridici dei consorzi fidi*, Napoli, 1981, p. 12.

<sup>52</sup> «Questo tipo di realtà imprenditoriale ha dato modo, secondo una particolare ricostruzione, di rivisitare la nozione di piccola impresa ai sensi dell'art. 2083 c.c. In particolare, si è affermato che l'attività dei consorzi fidi non ha tanto riguardato il concetto di piccolo imprenditore fissato dalla norma in questione, quanto piuttosto la definizione data dalle leggi speciali di agevolazione pubblica. La figura delineata dall'art. 2083 c.c., ossia un imprenditore ritenuto autosufficiente e indipendente dalla relazione finanziaria con le banche, viene sostituita dalla figura di un imprenditore moderno, medio – piccolo, caratterizzato da una stretta dipendenza degli istituti di credito e da un'elevata attenzione alle agevolazioni pubbliche. Secondo questa impostazione, l'art. 2083 c.c. appariva svuotato del suo originario significato. Tale nozione si rivelerebbe dunque esclusivamente funzionale alla disapplicazione della disciplina relativa all'imprenditore commerciale e cioè all'assoggettabilità al fallimento, l'obbligo della tenuta delle scritture contabili e l'onere della pubblicità nel registro delle imprese. [...] le disposizioni di incentivazione e di sostegno della categoria delle piccole e medie imprese (si vedano a titolo esemplificativo le leggi [...] n. 374/1976 e n. 675/1977), in quanto dirette a seguire il processo economico nella sua evoluzione, non potevano che distaccarsi dalla tradizionale definizione di piccolo imprenditore, in quanto elaborata in funzione di un interesse statico». Cfr. BARILLA, *I consorzi fidi tra diritto dell'impresa e regole di vigilanza*, in *Giur. comm.*, 2018, I, p. 88.

di un conto indisponibile a favore dell'ente banca <sup>53</sup>, alimentato dagli apporti di istituzioni pubbliche (enti locali, camere di commercio), di banche convenzionate, di imprese partecipanti, nonché dallo storno degli interessi pagati da queste ultime. Dunque, è manifesta la natura di garanzia reale. Viene associata una seconda garanzia di natura personale, nella forma di fideiussione <sup>54</sup>, che viene firmata e rilasciata da ogni impresa al momento dell'adesione al confidi <sup>55</sup>. La fideiussione può essere attivata solo in via sussidiaria rispetto alla preventiva escussione del fondo di rischio: la banca erogante, nel caso di insolvenza dell'impresa affiliata e beneficiaria del prestito, previa comunicazione, può rivalersi sul fondo e prelevare quanto dovuto a titolo di finanziamento, detratta la percentuale di rischio non coperta dalla garanzia <sup>56</sup>.

Tra i principali vantaggi percepiti dalle imprese, si segnalano il maggior peso nella contrattazione delle condizioni per l'erogazione del finanziamento con la banca convenzionata e la distribuzione, tra tutti gli aderenti al confidi, dei costi di servizio relativi ad un alto numero di operazioni di credito. Dal lato dell'ente di credito, il principale vantaggio è avvertito in termini di minor esposizione al

---

<sup>53</sup> Devono intendersi per «fondi monetari», i depositi indisponibili costituiti presso i finanziatori delle imprese consorziate o socie, utilizzati in funzione di garanzia»: BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*, Circolare del 3 aprile 2015, n. 288, Tit. VII, Cap. 1, Sezione I, 3.

<sup>54</sup> Nel senso che si tratti di una forma di fideiussione *omnibus*, cfr. MASTROPAOLO, *I consorzi fidi come garanzie collettive*, in *I contratti di garanzia*, a cura di Mastropaolo, Milano, 2006, pp. 313 e 320 ss. In giurisprudenza diversa è stata la qualificazione data alla garanzia personale prestata nel contesto di un confidi. Esclusa categoricamente la figura della cofideiussione, due sentenze di merito – Trib. Bari, 29 maggio 1992 e 24 novembre – affermano che la garanzia sia assimilabile ad una forma di assicurazione cauzionale. In tempi recenti una sentenza del Tribunale di Torino ricostruisce la garanzia in chiave di contratto autonomo di garanzia. Per una più ampia ricostruzione, v. GIANINO, *Nota in tema di consorzi di garanzia fidi*, in *Giur. It.*, 2011, pp. 6 ss.

<sup>55</sup> Secondo le Istruzioni di vigilanza: «a) è una garanzia, normalmente di tipo fideiussorio, avente origine da un'apposita convenzione stipulata con la banca, e rilasciata tramite l'utilizzo di uno specifico testo (c.d. lettera di concessione di garanzia) a fronte del singolo affidamento erogato dalla banca; b) è una garanzia atipica; c) è una garanzia avente natura collettiva e di tipo mutualistico (tra imprese aderenti o associate); d) è subordinata all'erogazione del finanziamento da parte della banca e, nel caso in cui il finanziamento sia rateale, il valore della garanzia si riduce in relazione ai pagamenti regolarmente effettuati dall'impresa affidata; e) ha un'efficacia subordinata al rispetto di determinate regole da parte della banca, stabilite all'interno della convenzione stipulata con quest'ultima; f) è solitamente sussidiaria, ossia caratterizzata dalla circostanza per la quale l'esecuzione della garanzia avviene solo successivamente al tentativo (infruttuoso) di recupero del credito da parte della banca direttamente sul debitore principale (l'impresa affidata) e quindi sulle garanzie reali e personali che assistono il finanziamento»: BARILLA, *I consorzi fidi*, cit., p. 92.

<sup>56</sup> Sul rischio di perdita per operazioni segmentate, c.d. “*tranché cover*”, cfr. BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*, Circolare del 3 aprile 2015, n. 288, Tit. VII, Cap. 1, Sezione IV, 5.

rischio, potendo confidare anche sulla valutazione del merito creditizio effettuata dal confidi al momento dell'adesione dell'impresa richiedente.

I passaggi normativi che hanno attraversato la disciplina dei confidi sono principalmente tre. Il primo <sup>57</sup> è segnato dall'emanazione del d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385, recante le disposizioni del Testo Unico Bancario (t.u.b.), che, con riferimento al sistema dei confidi, introduce le specie dei confidi c.d. vigilati: il referente normativo è l'art. 155, co. 4, t.u.b., il quale impone l'iscrizione del confidi all'interno di una sezione speciale del registro predisposto *ex art.* 106 t.u.b., anche se è esclusa l'acquisizione dello *status* di intermediario finanziario. Il secondo coincide con l'emanazione della legge del 24 novembre 2003, n. 326, c.d. "*Legge Quadro dei Confidi*", di conversione con modificazioni del d.l. n. 269/2003, la quale rappresenta la prima disciplina organica in materia di confidi <sup>58</sup>. Tra le novità introdotte, si menzionano <sup>59</sup>: «a) la definizione di attività esercitabile dai confidi <sup>60</sup>; b) la definizione dei requisiti per l'ottenimento della

---

<sup>57</sup> Per economia di scrittura non si può dare congruo spazio a tutti i passaggi normativi che hanno costruito nel tempo l'istituto. Un primo intervento normativo è il d.m. del 12 febbraio 1959, pubblicato in G.U. del 23 aprile 1959, n. 97, riguardante lo "*Statuto tipo delle Cooperative artigiane di garanzia di credito*". Hanno fatto seguito le leggi 30 aprile 1976, n. 374, "Provvidenze a favore dei consorzi e delle società consortili tra piccole e medie imprese", e 12 agosto 1977, n. 675, "Provvedimenti per il coordinamento della politica industriale, la ristrutturazione, la riconversione e lo sviluppo del settore", provvedimenti che hanno permesso di considerarlo a titolo di strumento per la finanzia agevolata. Nella dottrina dell'epoca, v. VITTORIA, *I consorzi fidi come strumento di una politica di sostegno per le imprese minori*, in *Studi per Lorenzo Campagna*, Milano, 1982, pp. 621 ss. Infine, di poco precedente al t.u.b., è l'emanazione della l. 5 ottobre 1991, n. 317, "*Interventi per l'innovazione e lo sviluppo delle piccole imprese*", il cui Capo V è dedicato ai consorzi garanzia fidi, specie al regime di ammissione al sistema delle agevolazioni statali. Comunque, l'art. 29 specifica che «ai fini dell'ammissione ai benefici di cui all'articolo 31, si considerano consorzi e cooperative di garanzia collettiva fidi i consorzi, le società consortili e le cooperative di cui all'articolo 30 che abbiano come scopo sociale: a) l'attività di prestazione di garanzie collettive per favorire la concessione di finanziamenti da parte di aziende e istituti di credito, di società di locazione finanziaria, di società di cessione di crediti di imprese e di enti parabancari alle piccole imprese associate; b) l'attività di informazione, di consulenza e di assistenza alle imprese consorziate per il reperimento e il migliore utilizzo delle fonti finanziarie, nonché le prestazioni di servizi per il miglioramento della gestione finanziaria delle stesse imprese. A tale attività, in quanto connessa e complementare a quella di prestazione di garanzie collettive, si applicano le disposizioni tributarie specificamente previste per quest'ultima».

<sup>58</sup> Cfr. art. 13, rubricato "Disciplina dell'attività di garanzia collettiva dei fidi".

<sup>59</sup> V., GENCO, *Le cooperative finanziarie e i confidi*, in *Tratt. dir. comm.*, diretto da Cottino, Milano, 2014, pp. 540 ss.

<sup>60</sup> Cfr. art. 13, co. 1, secondo alinea: «per «attività di garanzia collettiva dei fidi», l'utilizzazione di risorse provenienti in tutto o in parte dalle imprese consorziate o socie per la prestazione mutualistica e imprenditoriale di garanzie volte a favorirne il finanziamento da parte delle banche e degli altri soggetti operanti nel settore finanziario». Da leggere in combinato con il co. 2, che prevede: «i confidi, salvo quanto stabilito dal comma 32, svolgono esclusivamente l'attività di garanzia collettiva dei fidi e i servizi a essa connessi o strumentali, nel rispetto delle riserve di

qualifica di soggetti vigilati dalla Banca d'Italia, con l'iscrizione dei confidi nell'albo di cui all'art. 107 del vecchio t.u.b.<sup>61</sup>; c) la definizione di un ammontare minimo del fondo consortile o del capitale sociale»<sup>62</sup>. Delle tre, significativa è l'estensione della qualità di intermediario finanziario<sup>63</sup>, con obbligo di iscrizione nell'elenco *ex art.* 107 t.u.b.<sup>64</sup>, se superate date soglie dimensionali; mentre, resta invariata per i confidi c.d. minori, la disciplina generale *ex art.* 106 t.u.b. e dell'applicazione del Titolo V t.u.b.<sup>65</sup>. La scena cambia – terzo passaggio – con la

---

attività previste dalla legge». Inoltre, rispetto ai partecipanti, la norma precisa che si intendono «per «piccole e medie imprese», le imprese che soddisfano i requisiti della disciplina comunitaria in materia di aiuti di Stato a favore delle piccole e medie imprese determinati dai relativi decreti del Ministro delle attività produttive e del Ministro delle politiche agricole e forestali» (art. 13, co. 1, quarto alinea), letto congiuntamente ai commi 8, 9 e 10, che prevedono rispettivamente che: «i confidi sono costituiti da piccole e medie imprese industriali, commerciali, turistiche e di servizi, da imprese artigiane e agricole, come definite dalla disciplina comunitaria»; «Ai confidi possono partecipare anche imprese di maggiori dimensioni rientranti nei limiti dimensionali determinati dalla Unione europea ai fini degli interventi agevolati della Banca europea per gli investimenti (BEI) a favore delle piccole e medie imprese, purché complessivamente non rappresentino più di un sesto della totalità delle imprese consorziate o socie», «Gli enti pubblici e privati e le imprese di maggiori dimensioni che non possono far parte dei confidi ai sensi del comma 9 possono sostenere l'attività attraverso contributi e garanzie non finalizzati a singole operazioni; essi non divengono consorziati o soci né fruiscono delle attività sociali, ma i loro rappresentanti possono partecipare agli organi elettivi dei confidi con le modalità stabilite dagli statuti, purché la nomina della maggioranza dei componenti di ciascun organo resti riservata all'assemblea».

<sup>61</sup> Il comma 32 ha inserito all'art. 155 del t.u.b. i commi dal 4 *-bis* al 4 *-sexies*. L'articolo ora è stato abrogato, ma nel testo previgente l'art. 13, co. 12 così disponeva: «Il fondo consortile o il capitale sociale di un confido non può essere inferiore a 100 mila euro, fermo restando per le società consortili l'ammontare minimo previsto dal codice civile per la società per azioni»; secondo l'art. 13, co. 13: «La quota di partecipazione di ciascuna impresa non può essere superiore al 20 per cento del fondo consortile o del capitale sociale, né inferiore a 250 euro»; secondo l'art. 13, co. 14, infine, «Il patrimonio netto dei confidi, comprensivo dei fondi rischi indisponibili, non può essere inferiore a 250 mila euro. Dell'ammontare minimo del patrimonio netto almeno un quinto è costituito da apporti dei consorziati o dei soci o da avanzi di gestione. Al fine del raggiungimento di tale ammontare minimo si considerano anche i fondi rischi costituiti mediante accantonamenti di conto economico per far fronte a previsioni di rischio sulle garanzie prestate».

<sup>62</sup> BARILLÀ, *I consorzi fidi*, cit., p. 95.

<sup>63</sup> Definisce la riforma del 2010 al Titolo V del t.u.b. come una normativa di «chiusura» sull'intermediazione finanziaria, in quanto «rappresenta l'alveo entro cui collocare non solo le società previste negli artt. 106 e seguenti t.u.b., ma anche ogni altra figura intermediatrice (si vedano al riguardo i mediatori creditizi, gli agenti in attività finanziaria, le società per la cartolarizzazione, i consorzi di garanzia collettiva dei fidi – c.d. confidi) che sia portato dei processi innovativi che l'evoluzione dei tempi e delle prassi riescono a produrre», PELLEGRINI, *Varietà da un riscontro di regolarità alla «supervisione»*. *La svolta disciplinare degli intermediari finanziari non bancari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, pp. 593 ss.

<sup>64</sup> Sull'articolo, v. PERFETTI, *Sub art.* 107 t.u.b., in *Comm. t.u.b. Capriglione*<sup>4</sup>, Milano, 2018, II, pp. 1583 ss.

<sup>65</sup> Tra le altre novità, l'art. 13, co. 29, del d.l. n. 269/2003, introduce anche la figura della «banca confidi»: «l'esercizio dell'attività bancaria in forma di società cooperativa a responsabilità limitata è consentito, ai sensi dell'articolo 28 t.u. l. banc., anche alle banche che, in base al proprio statuto, esercitano prevalentemente l'attività di garanzia collettiva dei fidi a favore dei soci». Tali banche nella loro denominazione sociale dovevano riportare le espressioni «confidi», «garanzia collettiva fidi» o entrambe. La disciplina di questa tipologia di enti è costruita sia dalle norme che regolano



riforma del Titolo V, realizzata per mezzo del d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141<sup>66</sup>: non abroga la previgente normazione, ma si affianca ad essa superandola solo parzialmente con la formazione di un unico registro, *ex art. 106 t.u.b.*<sup>67</sup>

Ai sensi dell'attuale quadro normativo possono presentare istanza di autorizzazione all'iscrizione alla Banca d'Italia solo i confidi c.d. maggiori<sup>68</sup>, il cui volume di attività finanziaria<sup>69</sup> si attesta intorno a soglie superiori a centocinquanta milioni di euro<sup>70</sup>; mentre, i confidi c.d. minori seguono la disciplina ora presente nell'art. 112 *-bis* t.u.b.<sup>71</sup>, e sono sottoposti alla vigilanza

---

l'esercizio delle funzioni di confidi che dalle disposizioni imposte dal t.u.b. V., FALCONE, *Confidi*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Torino, 2012.

<sup>66</sup> Il d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141, "*Attuazione della direttiva 2008/48/CE relativa ai contratti di credito ai consumatori, nonché modifiche del titolo VI del testo unico bancario (decreto legislativo n. 385 del 1993) in merito alla disciplina dei soggetti operanti nel settore finanziario, degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi*", è stato modificato e integrato dal d. lgs. 14 dicembre 2010, n. 218. V. ASSONIME, *La disciplina degli intermediari finanziari dopo i decreti legislativi 13 agosto 2010, n. 141 e 14 dicembre 2010, n. 218 (modifiche al Testo Unico Bancario)*", Circolare n. 11/2011, in *Riv. soc.*, 2011, pp. 745 ss. A completare il *novum* normativo, sono stati emanati in un secondo tempo il Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 53 del 2 aprile 2015, "*Regolamento recante norme in materia di intermediari finanziari in attuazione degli articoli 106, comma 3, 112, comma 3, e 114 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, nonché dell'articolo 7 -ter, comma 1 -bis, della legge 30 aprile 1999, n. 130*", e la Circolare della Banca d'Italia n. 288 del 3 aprile 2015, "*Circolare n. 288 del 3 aprile 2015 "Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari". Nota esplicativa del regime transitorio per il passaggio all'albo unico da parte dei soggetti operanti nel settore finanziario*".

<sup>67</sup> Per un recente commento alla norma, v. CAPRIGLIONE e LEMMA, *Sub art. 106 t.u.b.*, in *Commentario t.u.b. Capriglione*<sup>4</sup>, Milano, 2018, II, pp. 1566 ss, in part. pp. 1575 – 1576.

<sup>68</sup> Cfr. BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*, Circolare del 3 aprile 2015, n. 288, Tit. VII, Cap. 1, Sezione IV.

<sup>69</sup> «Per volume di attività finanziaria si intende l'aggregato composto da: a. cassa e disponibilità; b. crediti verso enti creditizi; c. crediti verso enti finanziari; d. crediti verso la clientela; e. crediti impliciti nelle operazioni di locazione finanziaria; f. obbligazioni e altri titoli a reddito fisso; g. azioni, quote e altri titoli a reddito variabile; h. ratei attivi; i. garanzie rilasciate; j. altre poste dell'attivo e operazioni "fuori bilancio"»: BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*, Circolare del 3 aprile 2015, n. 288, Tit. VII, Cap. 1, Sezione II.

<sup>70</sup> L'art. 4 del d.m. n. 53/2015 detta la disciplina transitoria ai fini di regolarizzare l'autorizzazione in conformità alla riforma del Titolo V t.u.b. Specifica, in particolare, che i confidi previamente iscritti all'elenco *ex art. 107 t.u.b.*, con un volume compreso tra i settantacinque e i centocinquanta milioni di euro, possono presentare la domanda di autorizzazione all'iscrizione *ex art. 106 t.u.b.*, purché entro il termine di tre mesi dell'entrata in vigore della riforma (l'articolo fa rinvio espresso all'art. 10, co.4, lett. b), d.lgs. 141/2010), purché raggiungano nell'arco dei successivi cinque anni la soglia minima di euro centocinquanta milioni. L'inerzia della presentazione della domanda di autorizzazione, ovvero la mancata presentazione della domanda di cancellazione, comporta la cancellazione d'ufficio. Giova, comunque evidenziare che la lett. e) del precitato articolo riconosce la facoltà alternativa per questi confidi di iscriversi nell'elenco riservato agli operatori del micro-credito, *ex art. 111 t.u.b.* Sull'argomento, v. BANI, *Sub artt. 111 e 113 t.u.b.*, in *Comm. t.u.b. Capriglione*<sup>4</sup>, Milano, 2018, II, pp. 1635 – 1643 e pp. 1678 ss.

<sup>71</sup> Nello stesso albo, confluiscono anche i confidi di secondo grado, ossia «i consorzi con attività esterna, le società cooperative, le società consortili per azioni, a responsabilità limitata o cooperative, costituiti dai confidi ed eventualmente da imprese consorziate o socie di questi ultimi o da altre imprese» (art. 13, co. 1, d.l. 269/2003).

dell'Organismo ivi previsto <sup>72</sup>. In particolare, come puntualizza la Circolare n. 288/2015 della Banca d'Italia, i confidi *ex art.* 106 t.u.b. devono svolgere in misura prevalente l'attività di garanzia collettiva dei fidi, e al contempo anche le attività indicate al comma 5 dell'art 112 t.u.b., ossia: «a) prestazione di garanzie a favore dell'amministrazione finanziaria dello Stato, al fine dell'esecuzione dei rimborsi di imposte alle imprese consorziate o socie; b) gestione, ai sensi dell'articolo 47, comma 2, di fondi pubblici di agevolazione; c) stipula, ai sensi dell'articolo 47, comma 3, di contratti con le banche assegnatarie di fondi pubblici di garanzia per disciplinare i rapporti con le imprese consorziate o socie, al fine di facilitarne la fruizione»; e in via residuale, purché contenuto nella soglia del 20%, e in particolare «garantire l'emissione di strumenti di debito da parte delle PMI socie» <sup>73</sup>. Il ritorno ad un sistema binario si spiega nella volontà di migliorare le infrastrutture organizzative dell'ente confidi rispetto alla dimensione degli investimenti che vengono processati, oltre che di riproporzionare il rischio secondo i canoni della diligenza dell'imprenditore.

Il modello dei confidi si allontana dalla realtà del piccolo gruppo di imprese, dalla rete dei rapporti familiari e amicali, per affacciarsi al mercato, dove il fattore crisi è di ostacolo alla crescita. Dunque, i confidi maggiori sono tenuti all'osservazione di plurimi oneri, che discendono dalla legislazione di settore: il rispetto della disciplina prudenziale prevista dagli accordi di Basilea 2, e poi Basilea 3 <sup>74</sup>; la redazione del bilancio secondo i principi contabili IAS; il dovere di comunicazione periodica alla Banca d'Italia, titolare di una competenza ispettiva,

---

<sup>72</sup> Cfr. art. 112 -bis, t.u.b. La norma ha avuto attuazione, per effetto della delega al MEF presente al comma 8, con la promulgazione del d.m. del 23 dicembre 2015, n. 228, "*Regolamento sulla disciplina della struttura, dei poteri e delle modalità di funzionamento dell'Organismo previsto dall'articolo 112 -bis del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, nonché l'individuazione dei requisiti di onorabilità e professionalità dei componenti degli organi e relativi criteri*". In dottrina, v. BANI, *Sub art. 112 -bis t.u.b.*, in Commentario t.u.b. Capriglione, cit., pp. 1670 ss., in part. p. 1674. V. altresì, LENER, *La disciplina degli organismi per la tenuta degli albi dei professionisti operanti nel settore bancario, finanziario e assicurativo: un'ipotesi di riorganizzazione normativa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, pp. 27 ss.

<sup>73</sup> BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*, Circolare del 3 aprile 2015, n. 288, Tit. VII, Cap. 1, Sezione II, 2. Inoltre, come reso chiaro dal successivo punto tre, nel rispetto delle riserve legali di attività, è data possibilità ai confidi di svolgere attività connesse e strumentali.

<sup>74</sup> *Ex multis*, MONTANARO, *I principi Basilea*, in *Scritti per Franco Belli*, Pisa, 2014, pp. 27 ss.; SCIUTO, *Organizzazione e merito di credito delle società a responsabilità limitata alla luce di "Basilea"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, 6, pp. 702 ss.

informativa e regolamentare <sup>75</sup>; la costruzione di una adeguata struttura di impresa, che specie sul piano dei controlli interni garantisca la ripartizione nei «controlli di linea, diretti ad assicurare il corretto svolgimento delle operazioni; i controlli di *risk management*, orientati a misurare l'esposizione alle diverse tipologie di rischio e verificare che non si superino le soglie di tolleranza prestabilite; i controlli di *internal audit*, finalizzati a valutare periodicamente la completezza e la funzionalità dei sistemi di controllo interno».

Si era prospettato un nuovo passaggio normativo con la l. delega del 13 luglio 2016, n. 150, «*Delega al Governo per la riforma dei confidi*», la quale, ad oggi, è rimasta inattuata perché sono scaduti i termini di esercizio della delega da parte del Governo, nonostante la concessa proroga di sei mesi <sup>76</sup>. Il principale intento programmatico era di favorire l'accesso al credito delle PMI rafforzando la «patrimonializzazione dei confidi e favorire la raccolta delle risorse pubbliche, private e del terzo settore, di capitale e di provvista». Le varie trasformazioni che hanno coinvolto la figura dei confidi, l'incertezza della disciplina sviluppata su plurime fonti, hanno necessitato di un ripensamento globale della materia, soprattutto sulla considerazione che si tratta di un modello di finanziamento basato su un sistema di garanzie, non sostenibile senza l'appoggio anche delle istituzioni pubbliche. Infatti, gli apporti da parte di un ente pubblico hanno, in linea generale, natura di sovvenzione o contributo gravato dal vincolo di destinazione che non consente di essere posto a presidio della copertura del rischio, se non previsto tra le finalità dell'erogazione: secondo quanto previsto dalla lett. b), dell'art. 1 della legge delega, il sostegno finanziario dei confidi deve essere concesso «anche nel rispetto della disciplina europea in materia di aiuti di Stato, stabilendo altresì il divieto di previsione di vincoli territoriali che possano pregiudicare l'accesso dei confidi nuovi o attivi in altri territori» <sup>77</sup>. Infine, tra le

---

<sup>75</sup> Cfr. art. 108 t.u.b.

<sup>76</sup> Il termine ultimo era stato fissato alla data del 20 marzo 2017, poi spostato alla data del 20 settembre 2017.

<sup>77</sup> In realtà, nel sistema normativo, sono presenti due correttivi. Il primo è l'art. 39, co. 7, del d.l. 6 dicembre 2011, n. 201, che consente, anche in deroga alle disposizioni di legge che prevedono divieti o limiti di partecipazione, di assumere partecipazioni all'interno dei confidi alle imprese non finanziarie di piccole e medie dimensioni ed enti pubblici e privati, a condizione che le PMI dispongano della metà più uno dei voti esercitabili nell'assemblea e la nomina dei componenti degli organi sociali sia riservata all'assemblea. Il secondo è posto dall'art. 36, commi 1 e 2, del d.l.

linee programmatiche segnate dalla legge delega, altre due misure erano di peculiare interesse al perfezionamento dell'istituto: «d) sviluppare nell'ambito delle finalità tipiche, strumenti innovativi, con tassativa esclusione di derivati e strumenti finanziari complessi, forme di garanzia e servizi, finanziari e non finanziari, che rispondono alle mutate esigenze delle PMI e dei liberi professionisti, di cui all'art. 13, commi 1 e 8, del decreto-legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito con modificazioni, dalla legge 24 novembre 2003, n. 326, e successive modificazioni; [...] f) rafforzare i criteri di proporzionalità e specificità di cui all'art. 108, comma 6, del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, e successive modificazioni»<sup>78</sup>.

### 3. Il ricorso al mercato del capitale di rischio.

È ormai consolidata nel nostro ordinamento giuridico la distinzione tipologica tra società chiuse e società aperte. La compagine sociale delle società chiuse è tendenzialmente ristretta e si forma mediante trattative private; la compagine sociale delle società aperte, invece, è geneticamente instabile quale effetto del ricorso al mercato del capitale di rischio per reperire i mezzi finanziari necessari per l'attività societaria. Non c'è una norma nel sistema di diritto che dia esplicito conto della menzionata dicotomia, che è ricavata per implicito dalla lettera dell'art. 2325 -bis c.c., "*Società che fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio*"<sup>79</sup>. L'articolo, al *genus* delle società aperte, criconduce le sottocategorie delle società quotate, le quali emettono azioni in mercati regolamentati, e delle società diffuse, aventi azioni, appunto, diffuse tra il pubblico in misura rilevante

---

18 ottobre 2012, n. 179, che facoltizza l'imputazione al fondo consortile, al capitale sociale o ad apposita riserva dei confidi «i fondi rischi e gli altri fondi o riserve patrimoniali costituiti da contributi dello Stato, delle regioni e di altri enti pubblici esistenti alla data di entrata in vigore del presente decreto-legge».

<sup>78</sup> Per un primo commento, SICLARI, *Le prospettive di regolazione dei confidi dopo la legge n. 150 del 2016*, in *Riv. dir. banc.*, disponibile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/rivista/vigilanza-bancaria-e-finanziaria/le-prospettive-di-regolazione-dei-confidi-dopo-la-legge-n-150-del-2016>.

<sup>79</sup> L'articolo è stato inserito con le modifiche intervenute con la riforma del diritto societario. Tra i primi commenti alla norma: ABBADESSA e GINEVRA, *Sub art. 2325 -bis c.c.*, in *Società di capitali: commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 1, pp. 7 ss.; MONTALENTI, *Sub art. 2325 -bis c.c.*, in *Il Nuovo diritto societario*, diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Torino, 2004, pp. 31 ss.

<sup>80</sup>. La conseguenza sul piano giuridico è che, se lo statuto normativo delle società chiuse è dettato dalle norme codicistiche, lo statuto normativo delle società aperte ha struttura proteiforme: la disciplina del diritto societario deve essere letta in raccordo alla disciplina speciale del diritto dei mercati finanziari.

Seppur la genealogia normativa – oggi più che mai – delle società aperte risulta complessa, lo scarto di questo genere societario è la possibilità di interloquire con il mercato, offrendo prodotti finanziari alla platea dei risparmiatori.

La disciplina dell'appello al pubblico risparmio è dettata dalle norme del Titolo II del Testo Unico della Finanza (t.u.f.) <sup>81</sup>, Capo I, “*Offerta al pubblico di*

---

<sup>80</sup> La fonte normativa di riferimento in materia di s.p.a. con azioni diffuse è l'art. 116 t.u.f., “*Strumenti finanziari diffusi tra il pubblico*”, la quale è stata riscritta ex art. 3 d.lgs. 10 agosto 2018, n. 107, che ha reso più rigoroso il regime di informazione al pubblico. L'attuale testo così prevede: «La Consob stabilisce con regolamento i criteri per l'individuazione degli emittenti strumenti finanziari che, ancorché non quotati in mercati regolamentati italiani, siano diffusi tra il pubblico in misura rilevante. Gli emittenti indicati al comma 1 informano, quanto prima possibile, il pubblico dei fatti non di pubblico dominio concernenti direttamente detti emittenti e che, se resi pubblici, potrebbero avere un effetto significativo sul valore degli strumenti finanziari di propria emissione. Con il medesimo regolamento di cui al comma 1, la Consob stabilisce le modalità di informazione del pubblico e i casi di azione del pubblico e i casi di esenzione dall'osservanza dei predetti obblighi informativi, qualora gli emittenti siano comunque tenuti agli obblighi previsti dal regolamento (UE) n. 596/2014. Agli emittenti indicati al comma 1 si applicano gli articoli 114, commi 5 e 6, e 115, gli articoli 114, commi 5 e 6, e 115, nonché le disposizioni della parte IV, titolo III, capo II, sezione VI, ad eccezione degli articoli 157 e 158». L'articolo deve essere letto in combinato disposto con l'art. 2 -bis Reg. Emittenti, che nonostante le recenti modifiche che interessano il testo regolamentare, è rimasto inalterato nel suo contenuto: «Sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani i quali, contestualmente: a) abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%; b) non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'articolo 2435 -bis, primo comma, del codice civile. I limiti di cui al comma precedente si considerano superati soltanto se le azioni alternativamente: - abbiano costituito oggetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio; - abbiano costituito oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato, anche rivolto a soli investitori qualificati come definiti ai sensi dell'articolo 34 -ter, comma 1, lettera b); - siano o siano state negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente o del socio di controllo ovvero siano state ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati e successivamente siano state oggetto di revoca; - siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze. Non si considerano emittenti diffusi quegli emittenti le cui azioni sono soggette a limiti legali alla circolazione riguardanti anche l'esercizio dei diritti aventi contenuto patrimoniale, ovvero il cui oggetto sociale prevede esclusivamente lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale o volte al godimento da parte dei soci di un bene o di un servizio. Sono emittenti obbligazioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani di obbligazioni di valore nominale complessivamente non inferiore a 5 milioni di euro e con un numero di obbligazionisti superiore a cinquecento». In argomento, prima delle recenti riforme del 2018, v. PRESTI e RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Torino, 2015, II, pp. 393 ss. e pp. 614 ss.

<sup>81</sup> Il Testo Unico ha innovato la disciplina precedentemente in vigore, abrogando integralmente la l. 18 febbraio 1992, n. 149 (ex art. 214, co. 1, lett. ee), t.u.f.); l'art. 18 e ss della l. 7 giugno 1974, n. 216 (ex art. 214, co. 2, lett. b), t.u.f.); nonché il Reg. Consob del 3 giugno 1992, n. 6243 (ex art.

sottoscrizione e di vendita”, e Capo II, “Offerta al pubblico di acquisto e sottoscrizione”<sup>82</sup>. Di ciascuna delle due forme di raccolta è il t.u.f. a dare una ferma definizione legale. L’offerta al pubblico di prodotti finanziari<sup>83</sup>, ai sensi dell’art. 1<sup>84</sup>, co. 1., lett. t), t.u.f., è «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». Per contro, è considerata offerta al pubblico di acquisto (OPA) o di scambio (OPS), ai sensi dell’art. 1, co. 1, lett. v), t.u.f., «ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all’acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall’articolo 100, comma 1, lettere b) e c); non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari».

Se dall’etimologia giuridica emerge il comune oggetto delle offerte in sottoscrizione o in vendita – la negoziazione di prodotti finanziari – la divergenza è legata alla sede e ai rischi derivanti dalle operazioni, in quanto si collocano in due fasi distinte nel procedimento di quotazione<sup>85</sup>. La sollecitazione all’investimento mediante sottoscrizione ha luogo nel mercato primario e oggetto

---

156, co. 1, lett. d), Reg 11971/1999). In dottrina, ANELLO e RIZZINI BISINELLI, *Sollecitazione all’investimento e offerta pubblica di acquisto*, in *Le società*, 1998, 5, pp. 542 ss.

<sup>82</sup> La matrice dell’istituto è quella civilistica dell’offerta al pubblico ex art. 1336 c.c., rispetto alla quale si connota di maggiori cautele data la tangenza con plurimi valori costituzionalmente riconosciuti. I tratti comuni tra gli istituti *de quibus* sono due. Il primo, è che entrambe le specie di offerte sono rivolte *in incertam personam*: destinatari sono soggetti indifferenziati, sicché non perde la natura pubblica l’offerta rivolta a categorie determinate di soggetti. Il secondo, in linea di corollario, è la standardizzazione dell’offerta che permette di procedere ad una facile comparabilità del ventaglio delle proposte. BIANCA, *Diritto civile. Il contratto*, Milano, 2000, pp. 251 ss.

<sup>83</sup> La fattispecie originariamente era denominata sollecitazione all’investimento, ma il cambio di denominazione è seguito alla recezione nel nostro ordinamento della *Prospectus Directive*: la modifica è stata apportata per effetto dell’art. 2, co. 1, lett. a), del d.lgs. 28 marzo, 2007, n. 51, “Attuazione della direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l’offerta pubblica o l’ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, che modifica la direttiva 2001/34/CE”. In dottrina, BRUNO e ROZZI, *Dalla sollecitazione all’investimento all’offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2008, pp. 276 ss., ivi per ulteriori riferimenti bibliografici.

<sup>84</sup> Rescigno ha paragonato l’art. 1 t.u.f. ad una sorta di vocabolario dei termini, che nel linguaggio normativo vengono adottati sistematicamente o in maniera episodica: RESCIGNO, *Sub art. 1 t.u.b., Comm. t.u.b. Alpa – Capriglione*<sup>1</sup>, Padova, 1998, I, pp. 9 ss.

<sup>85</sup> CERA, *Le società con azioni quotate*, Torino, 2017, p. 179.

dell'offerta sono prodotti finanziari di nuova emissione, in cambio di denaro <sup>86</sup>. L'offerta pubblica di vendita (al pari dell'OPA e dell'OPS) si svolge nel mercato secondario, perché oggetto dell'offerta sono prodotti precedentemente immessi nel mercato. Se il corrispettivo dell'offerta di acquisto rimane il denaro, il corrispettivo dell'offerta di scambio è costituito da altrettanti prodotti finanziari <sup>87</sup>.

Appare chiaro che l'entità del rischio risulta differente <sup>88</sup>, a seconda che l'oggetto dell'offerta sia un prodotto finanziario già noto alla platea degli oblati oppure no <sup>89</sup>; nel caso delle offerte pubbliche di acquisto, anzi, dovrebbe parlarsi di una

---

<sup>86</sup> «Le offerte pubbliche di valori mobiliari costituiscono la manifestazione più tradizionale e tipica della sollecitazione ad investire. Esse possono riguardare tanto valori già immessi, quanto valori che formano oggetto di una nuova emissione. Nel primo caso ricorre la figura dell'offerta pubblica di vendita; nel secondo quella dell'offerta pubblica di sottoscrizione. La differenza tra le due figure pare evidente. [...] Nelle offerte pubbliche di sottoscrizione, si è osservato, «emittente ed offerente si identificano e il flusso di fondi attivato dall'operazione perviene direttamente ed immediatamente alla società i cui titoli sono oggetto d'offerta»; nelle offerte pubbliche di vendita, invece, «il ricavato dell'operazione è incassato dal soggetto che agisce in veste di offerente, il quale così consegue l'obiettivo di mobilitare in tutto o in parte [...] il proprio possesso azionario nella società oggetto dell'offerta». Quest'ultima società non trae dall'operazione alcun beneficio diretto in termini finanziari e patrimoniali; tuttavia, la redistribuzione del capitale, che dall'offerta consegue, «si inquadra naturalmente nella strategia finanziaria di lungo periodo perseguita dalla società [...] la quale potrà contare su un'azionariato allargato quale destinatario di aumenti di capitale che essa riterrà opportuno effettuare in futuro». In definitiva, la diversità tra le due figure in esame, sotto il profilo economico-finanziario, sta in questo: che nel caso delle offerte pubbliche di vendita «sono gli azionisti che procedono all'offerta a monetizzare il plusvalore risultante dalla differenza tra il prezzo di offerta al pubblico e l'apporto di capitale di rischio da essi dato in precedenza alla società», mentre nel caso delle offerte pubbliche di sottoscrizione «tale plusvalore è acquisito dalla società stessa e rimane in essa automaticamente investito». La differenza tra i due tipi di offerta viene riconosciuta dal legislatore. L'art. 1, 2° comma, della legge 18-2-1992, n. 149 stabilisce infatti: «costituiscono offerta al pubblico tutte quelle aventi per oggetto titoli già emessi (offerta pubblica di vendita) ovvero di nuova emissione (offerta pubblica di sottoscrizione), anche in funzione della quotazione in borsa [...]»». Le parole di Ferrarini hanno il pregio di rimanere senza tempo e di dare una definizione che è ancora attuale della sollecitazione all'investimento, nonostante i frenetici passaggi riformistici della materia finanziaria. La distinzione tra offerta di sottoscrizione e di vendita, come sottolinea l'A., è colta dalla dogmatica su un testo normativo lasco, l'art. 1/18, co.1 e 1/18 -ter, co. 1, l. n. 216/1974, che introduce nel nostro ordinamento la fattispecie della sollecitazione al pubblico risparmio, nozione alquanto ampia tanto rispetto all'oggetto quanto alla natura del finanziamento, tale da ricomprendere anche l'atipico finanziario. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Tratt. soc. per az.*, diretto da Colombo e Portale, Torino, 1993, 10 \*\*, p. 84, a cui si rinvia per ulteriori riferimenti bibliografici e per una oculata ricostruzione dell'istituto della sollecitazione all'investimento ante riforma del 1992. Le citazioni presenti nel passo riportato sono di CESARINI, *Le offerte pubbliche di azioni nell'esperienza italiana (1961-marzo 1973)*, in *Riv. soc.*, 1973, p. 150.

<sup>87</sup> In dottrina si afferma che la natura giuridica dell'offerta pubblica di scambio corrisponde all'istituto della permuta: COSTI, *Il mercato mobiliare*<sup>11</sup>, Torino, 2018, p. 51.

<sup>88</sup> RIGHINI, *Risparmio pubblico (appello al)*, in *Enc. dir.*, ann. IV, 2011, p- 1038.

<sup>89</sup> Tra gli studi recenti sulla materia: POMELLI, *Offerta pubblica d'acquisto o scambio ed altre questioni aperte in tema di offerte concorrenti*, in *Giur. comm.*, 2017, pp. 682 ss.; TRISACORNIA, *Il contenuto del documento d'offerta come "momento" di integrazione della disciplina regolamentare sull'OPA*, in *Riv. soc.*, 2017, pp. 435 ss.

forma di sollecitazione al disinvestimento <sup>90</sup>, in cui il rischio non risiede nella opacità dell'investimento offerto, bensì nella congruità del corrispettivo. È intrinsecamente più pericoloso l'investimento nel mercato primario, in quanto non è stato sottoposto allo “*stress test*” delle fluttuazioni dei corsi.

La tutela dell'investitore è fondamento di entrambe le discipline, ma per la sollecitazione all'investimento gli *standard* informativi di trasparenza sono maggiori, affinché sia evitato che informazioni opache possano pregiudicare l'ottimale allocazione del risparmio <sup>91</sup> nonché la parità di trattamento degli investitori, e possano altresì compromettere, a livello macroscopico, l'efficienza del mercato <sup>92</sup>. L'informazione è l'ipotesi della sollecitazione all'investimento.

La redazione del prospetto informativo è l'atto prodromico al lancio di un'offerta al pubblico dei risparmiatori (art. 94, co. 1, t.u.f.). Tale documento è il mezzo attraverso il quale gli investitori hanno contezza delle caratteristiche dell'emittente e dell'offerta – come la situazione patrimoniale e finanziaria della società, i risultati economici e le prospettive che l'emittente si prefigge con l'investimento, oltre ai diritti che spettano al sottoscrittore – e va predisposto in una forma

---

<sup>90</sup> RORDORF, *Sollecitazione all'investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori*, in *Foro it.*, 2001, V, col. 266.

<sup>91</sup> «La sollecitazione all'investimento si colloca nel più ampio fenomeno della raccolta del risparmio tra il pubblico oggetto di particolare attenzione da parte dell'ordinamento, di cui norma fondamentale appare l'art. 47 Cost. che riconosce la funzione del risparmio quale fattore primario di sviluppo del sistema economico e ne prevede la tutela in tutte le forme che esso può assumere». COMPORTI, *La sollecitazione all'investimento*, in *Intermediari finanziari mercati e società quotate*, a cura di Patroni Griffi A., Sandulli e Santoro, Torino, 1999, p. 534.

<sup>92</sup> La paternità della teoria della linearità dei mercati efficienti è di Eugene Fama. La teoria dei mercati efficienti muove dal postulato che l'andamento dei titoli quotati sia casuale e non prevedibile, dal momento che i *rumors* influenzano irrimediabilmente la formazione del prezzo. Il corollario della *efficient random theory* è il concetto di *random walk theory*, ovvero il mercato azionario non segue un andamento razionale e, per l'effetto, investimenti casuali tendono ad equivalere ad investimenti ponderati. Di qui la conclusione che un mercato non sarà mai pienamente efficiente, ma si possono classificare tre gradi di efficienza dei mercati proporzionale al margine dell'informazione: 1) mercato ad efficienza debole (c.d. *weak form*) – il prezzo del titolo contiene tutte le informazioni della serie storica dei prezzi rendendo complesso mettere a punto una strategia di *trading*; 2) mercato ad efficienza semiforte (c.d. *semi-strong form*) – il prezzo del titolo contiene, oltre che l'informazione sulla serie storica dei prezzi, anche l'informazione pubblica (in tal caso fare *trading* è difficile basandosi sulla serie pubblica di informazioni); 3) mercato ad efficienza forte (c.d. *strong form*) – il prezzo, oltre a contenere le informazioni considerate dalle precedenti ipotesi, contiene anche l'informazione privata/privilegiata, che comunque non permette una piena politica di *asset pricing* sul valore delle azioni. Per un più approfondito studio, FAMA, FISHER, JENSEN e ROLL, *The Adjustment of Stock prices to New Information*, in *International Economic Review*, 1969, vol. 10, n. 1, pp. 1 – 22; FAMA, *Efficient Capital Market: a Review of Theory and Empirical work*, in *Journal of Finance*, 1970, pp. 383 – 417.



facilmente analizzabile, usando un linguaggio chiaro e comprensibile <sup>93</sup>: il destinatario è il c.d. «uomo della strada» <sup>94</sup>, il quale deve essere messo nella condizione di poter formulare un fondato giudizio di opportunità sull'operazione, senza adagiarsi sull'affidamento riposto nel contraente forte <sup>95</sup>. Al prospetto informativo è abbinata la redazione di un secondo documento, la nota di sintesi, che, in maniera concisa e meno tecnicista, ha la funzione di riepilogare le informazioni chiave nella stessa lingua del prospetto informativo <sup>96</sup>. Il regime di tutela dell'investitore è inoltre inasprito dal dovere dell'emittente di dare comunicazione del prospetto alla Consob e di sottoporlo alla sua approvazione <sup>97</sup>, la quale è condizione necessaria alla pubblicazione.

Non vi è dubbio che il modello giuridico della s.p.a. sia la struttura societaria congeniale alle regole del mercato finanziario: «riguardo alla posizione degli azionisti e dei titolari di altri strumenti finanziari, infatti riemerge una funzione della s.p.a. che, come abbiamo visto, rappresenta la sua originaria ragion d'essere: la s.p.a., infatti, è (anche) un meccanismo giuridico per finanziare un'attività economica attraverso l'emissione di strumenti finanziari liberamente negoziabili

---

<sup>93</sup> Cfr. art. 94, co. 2, t.u.f. A fini di completezza informativa, il successivo comma 7 sancisce che: «qualunque fatto nuovo significativo, errore materiale o imprecisione relativi alle informazioni contenute nel prospetto che sia atto ad influire sulla valutazione dei prodotti finanziari e che sopravvenga o sia rilevato tra il momento in cui è approvato il prospetto e quello in cui è definitivamente chiusa l'offerta al pubblico deve essere menzionato in un supplemento del prospetto».

<sup>94</sup> COMPORTI, *La sollecitazione*, cit., p. 581.

<sup>95</sup> «Tali informazioni devono essere correlate [...] alle caratteristiche dei prodotti offerti ed agli emittenti. Sul primo aspetto si nota che l'informazione deve avere contenuto statico e dinamico; il primo aspetto è tipico dell'informazione contenuta nel bilancio d'esercizio (e negli altri documenti richiesti per l'informazione contenuta nel bilancio d'esercizio (e negli altri documenti richiesti per l'informazione periodica di natura contabile, es. relazione semestrale, relazione trimestrale, ecc.) ove vengono riassunte le componenti patrimoniali e reddituali dell'esercizio passato. Opportunamente, si è però ritenuto che tale informazione non sia sufficiente a consentire di pervenire ad un completo giudizio sull'emittente, considerando che le informazioni di bilancio sono riferibili ad un periodo passato e che nel bilancio vengono fornite tutte le informazioni sull'attività dell'emittente. Di qui l'esigenza di affiancare ai dati contabili di bilancio altre informazioni di natura dinamica, più aggiornate e volte alla conoscenza delle prospettive future dell'emittente, ai profili di rischio dell'attività ed al valore dell'impresa. [...] Sul secondo, si rileva che la piena conoscenza della natura del prodotto e dei relativi diritti (non solo quelli finanziari, ma nel caso di titoli di partecipazione, anche quelli amministrativi) sia essenziale per consentire all'investitore una scelta di investimento consapevole»: COMPORTI, *La sollecitazione*, cit., p. 582.

<sup>96</sup> Cfr. art. 94, co. 2, t.u.f. Il valore aggiuntivo di questo documento è ricavabile dalla lettera del successivo comma 9, il quale esenta da responsabilità civile sulla base della sola nota di sintesi, ad eccezione del caso in cui quanto riportato sia in contrasto con parti del prospetto o sia fuorviante. A tal fine, la nota di sintesi deve contenere apposita avvertenza.

<sup>97</sup> Cfr. art. 94, co. 1, t.u.f. in combinato con l'art. 94 -bis, t.u.f.

che incorporano capitale di rischio. Questa ricostruzione è in grado di fornire un duplice contributo. Sul piano conoscitivo, rappresenta l'unica costruzione sistematica che possa spiegare le disposizioni di legge e le regole giurisprudenziali che fanno riferimento ai corsi di borsa ed alla posizione dell'azionista come investitore. Sul piano assiologico, individua un fondamento per la tutela delle aspettative finanziarie dell'azionista, inglobando queste ultime nel contenuto delle regole d'azione imposte agli organi sociali»<sup>98</sup>.

L'apertura al mercato del capitale di rischio altera la struttura del capitale sociale e lo rende maggiormente fluido. Nella società chiusa il capitale è, nella maggiore percentuale, nelle mani soprattutto dei soci fondatori, con una tendenziale coincidenza delle posizioni di controllo e di gestione del rischio. Per contro, il capitale sociale della società aperta è diviso nel capitale c.d. di comando, riconducibile al gruppo azionario di controllo, e nel capitale c.d. flottante, che è la porzione di capitale destinata alla quotazione e ripartita tra una pluralità di piccoli azionisti, che non hanno ambizioni nella vita sociale dell'emittente, ma unicamente interesse nel rendimento prospettato dall'investimento<sup>99</sup>.

Fenomeni come la sollecitazione all'investimento e poi la quotazione sono un decisivo cambio di vita per la società che opta per una struttura a capitale aperto, perché supera un sistema di «*corporate governance autoreferenziale*»<sup>100</sup>. La perdita del vantaggio dell'opacità informativa e della discrezionalità decisionale significa sia disequazione tra controllo e proprietà sia dovere di *mandatory disclosure*, se si accede al mercato finanziario per il reperimento di nuove risorse economiche. Nel compromesso tra oneri e onori legati alla sollecitazione all'investimento, la partecipazione azionaria è il valore di scambio che garantisce l'immediata percettibilità in termini monetari dell'investimento<sup>101</sup>.

---

<sup>98</sup> MUCCIARELLI, *Società per azioni e offerta al pubblico d'acquisto, le difese successive contro offerte pubbliche d'acquisto di azioni quotate*, *Quad. giur. comm.*, Milano, 2004, p. 265.

<sup>99</sup> GALGANO, *Diritto civile e commerciale*<sup>3</sup>, Padova, 1999, III, p. 533.

<sup>100</sup> BRANCADORO, *Strumenti finanziari e mercato mobiliare, Quaderni romani di diritto commerciale*, Milano, 2005, p. 162.

<sup>101</sup> «La frattura tra la struttura corporativa e le persone titolari delle azioni – e quindi tra la sfera del soggetto collettivo e la sfera individuale degli azionisti – può essere descritta metaforicamente, immaginando la s.p.a. come la giustapposizione di due contratti. Il primo è un contratto “tra azioni”: esso informa in sé la corporazione e non è risolvibile, fatta eccezione dei pochi casi di recesso e delle ipotesi di scioglimento della società. Il secondo è un contratto “tra persone”, intese

Ora, non sembra azzardato affermare che la disciplina della sollecitazione sia inconciliabile con la struttura capitalistica della società a responsabilità limitata, e comunque fonte di oneri insostenibili per le PMI.

Lapalissiano è il motivo nel caso della s.r.l. Infatti, la quota di partecipazione non ha l'*attude* del prodotto finanziario, perché non è la somma di frazioni standardizzate del conferimento prestato, in fase costitutiva o successiva, al capitale sociale, ma è una entità unitaria proporzionale al conferimento ed intrinseca del carattere personale del socio. Dunque ne è difficile la negoziabilità, perché difficile è procedere ad un giudizio di comparazione e valutazione economica della quota, soprattutto per l'investitore *retail*<sup>102</sup>.

Almeno formalmente, non è invece inibito il ricorso al mercato del capitale di rischio per le PMI che abbiano adottato il tipo azionario. Gli ostacoli sono di ordine pratico e per lo più legati ad una sorta di "psicologia d'impresa".

La struttura a capitalismo familiare delle PMI (nella forma di s.p.a., avendo escluso – per ora – la s.r.l.), si scontra con due vincoli alla sollecitazione. Uno, endogeno. La cultura e la mentalità imprenditoriale della piccola e media impresa è ostile alla frammentazione degli assetti azionari con l'inclusione di soggetti estranei alla cerchia dei familiari e dei fiduciari, perché slegherebbe il rapporto di concentricità tra proprietà e controllo<sup>103</sup>. L'altro, esogeno. L'esigenza di garantire una *disclosure* sulla vita endosocietaria è il timore più avvertito dalle PMI, perché rendere note informazioni relative alla società, alla sua vita economica, sociale e finanziaria, ma soprattutto in termini di *know how* di impresa, come proprietà intellettuale e piani di sviluppo, significa rendere noto il fattore sul quale si misura e si attesta la concorrenza all'interno del mercato, e su cui si aggrappa la stessa sopravvivenza della società.

---

come le persone fisiche o giuridiche che in un certo momento sono titolari delle azioni, contratto che può liberamente sciogliersi quando il titolare cede le proprie azioni, pur rimanendo immutato il contratto "tra azioni": MUCCIARELLI, *Società per azioni*, cit., p. 100. Diffusamente sul tema, v. M. MAUGERI, *Partecipazione sociale*, cit., pp. 93 ss., a cui si rinvia per più ampi riferimenti bibliografici.

<sup>102</sup> *Ex multis*, CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*<sup>9</sup>, Milano, 2015, 2, pp. 555 ss.

<sup>103</sup> In proposito, si legga GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, in *Giur. comm.*, 2017, pp. 191 ss.

L'astratta ritrosia delle PMI trova parziale concretezza negli oneri di *compliance* societaria per la redazione del prospetto informativo prima di procedere alla quotazione. Infatti le riforme di *corporate governance*, che nel tempo si sono succedute, hanno moltiplicato anche i costi privati legati all'informazione, sia diretti che indiretti, in ragione dell'essenzialità dell'informazione nelle politiche di *pricing*<sup>104</sup> e *governance*<sup>105</sup>. Ne è conseguito un inasprimento anche delle responsabilità imputabili per un'informazione ambigua in capo agli emittenti e agli intermediari *gatekeepers*, scoraggiando anche questi ultimi di trainare offerte in favore degli emittenti PMI. Elementi, tutti, che nel tempo hanno generato un progressivo calo nel numero delle IPO delle PMI, le quali hanno preferito un livello di *leverage* bancario alto per un tempo relativamente breve del prestito<sup>106</sup>.

### 3.1. Le agevolazioni alla quotazione delle PMI

Il diffuso consenso sulla necessità di rafforzare la capitalizzazione delle PMI e di agevolarne la quotazione nel mercato del capitale di rischio ha ispirato il legislatore del Decreto Competitività (d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni dalla l. 11 agosto 2014, n. 116<sup>107</sup>).

Il primo merito della novella è di aver introdotto nel sistema del diritto societario nazionale l'istituto della maggiorazione di voto e delle azioni a voto plurimo<sup>108</sup>, infrangendo il presidio del principio del voto capitaro<sup>109</sup>, resiliente anche alla

---

<sup>104</sup> «A parità di condizioni, gli investitori dovrebbero valutare le società di più di quando l'informazione è disponibile a buon mercato. Se fosse troppo costoso distinguere tra società di buona e di cattiva qualità, gli investitori razionali penalizzerebbero tutte le imprese per i rischi relativi a quelle di bassa qualità, il che condurrebbe a un classico problema di selezione avversa e disgregazione dei mercati. Invece, un mercato mobiliare informato promuove non solo valore delle società di buona qualità, bensì anche il valore dei valori mobiliari delle società quotate nel loro insieme». KRAAKMAN, *Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay*, in *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, FERRARINI, HOPT e WINTER, a cura di, Oxford, 2004, p. 97.

<sup>105</sup> FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, «crowdfunding» e mercati privati*, in *AGE*, 2013, pp. 205 ss.

<sup>106</sup> FERRARINI, *I costi*, cit., p. 208.

<sup>107</sup> Il riferimento è all'art. 20, rubricato “*Misure di semplificazione a favore della quotazione delle imprese e misure contabili*”.

<sup>108</sup> L'istituto delle azioni a voto plurimo è stato introdotto in sede di conversione del decreto.

<sup>109</sup> RATTI, *Il superamento del principio “un'azione – un voto”*: azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato, in *Nuovo dir. soc.*, 2017, p. 6, disponibile all'indirizzo [http://www.nuovodirittodellesocieta.it/un\\_azione\\_un\\_voto\\_azioni\\_voto\\_plurimo\\_voto\\_maggiorato](http://www.nuovodirittodellesocieta.it/un_azione_un_voto_azioni_voto_plurimo_voto_maggiorato)

tornata riformistica del 2003 <sup>110</sup>. La volontà del legislatore dell'epoca, dettata dalla difficoltà di prevedere quali sarebbero state le conseguenze a livello sistemico per un totale abbandono del modello di voto proporzionale <sup>111</sup>, ha portato a limitate deroghe al principio “one share one vote” <sup>112</sup> attraverso la creazione dell'istituto delle categorie speciali di azioni <sup>113</sup>, degli strumenti finanziari partecipativi o con la riforma del sistema delle obbligazioni <sup>114</sup>. Si tratta di deroghe solo *in minus*, che appongono limiti, fino a consentire la soppressione del diritto di voto, ma mai nel senso di un suo potenziamento <sup>115</sup>.

Le azioni a voto plurimo <sup>116</sup> sono disciplinate dall'art. 2351, co. 4, c.c. <sup>117</sup>: «salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino ad un massimo di tre voti». La norma concede alla discrezionalità statutaria, sia in fase costitutiva che di successiva modifica, la

---

<sup>110</sup> Tra i primi studi in argomento ALVARO, CIAVARELLA, D'ERAMO e LINCiano, *La deviazione dal principio “un'azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderni giuridici*, 2014, p. 5, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/11973/201676/qg5.pdf/a6a131f4-c307-404f-882d-e3dc1ab86c28>.

<sup>111</sup> Il principio del voto proporzionale è di derivazione germanica e supera il sistema del voto scalare del diritto anglosassone, adottato dal codice di commercio del 1882. Abriani parla in proposito di «ricorsi vichiani e spirali hegeliane»: ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustiziacivile.com*, 2014, p. 4, nt. 7 – 8.

<sup>112</sup> Sino ad allora una marginale eccezione era dettata per la nomina degli organi di controllo nelle società mutualistiche, ex 2543, co. 2, c.c.

<sup>113</sup> TEDESCHI, *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, in *Le società*, 2015, 10, pp. 1073 ss.

<sup>114</sup> ABRIANI, *Azioni a voto plurimo*, cit., p. 4.

<sup>115</sup> Altro indizio del superamento del principio un'azione-un voto è la messa da parte anche del principio della proporzionalità del concorso agli utili in base alla partecipazione sociale, c.d. *equal sharing rule*, ammessa al tempo solo attraverso il sistema delle categorie speciali di azioni. Sulla *equal sharing rule*: BARTLING, *Equal Sharing Rules in Partnerships*, in *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 2011, disponibile all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1011978](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1011978).

<sup>116</sup> Tra i primi commenti critici al *novum*, LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, Relazione al XXVIII Convegno di studio su “Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati”, Courmayeur, 19 – 20 settembre 2014, disponibile all'indirizzo [http://www.cnpds.it/documenti/relazione\\_prof\\_lamandini.pdf](http://www.cnpds.it/documenti/relazione_prof_lamandini.pdf). Perplexità sulla deviazione dal principio del voto capitarario erano state espresse dallo stesso A. prima che fosse attuata la riforma del diritto societario: LAMANDINI, *Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma*, in *Riv. soc.*, 2002, 1, pp. 139 ss.

<sup>117</sup> Nella previgente formulazione l'art. 2351, co. 4, c.c. recitava quanto segue: «Non possono emettersi azioni a voto plurimo».

facoltà di creare azioni con diritto di voto plurimo <sup>118</sup>, purché nella misura massima di tre voti per ciascuna azione. Ne deriva che possono essere assegnati differenti quantitativi di voto sulla base, ad esempio, della natura dell'assemblea, se ordinaria o straordinaria, o sulla base della materia o degli argomenti per cui si è chiamati all'esercizio del diritto <sup>119</sup>. Il voto plurimo può essere inoltre sottoposto a "condizione non meramente potestativa", come chiarisce la norma <sup>120</sup>.

La prerogativa, unica e sola, delle azioni a voto plurimo è il potenziamento del diritto di voto, con l'effetto di rafforzare l'esercizio dei diritti amministrativi dei titolari <sup>121</sup>. A ragione, è stata scelta la collocazione topografica della previsione nel testo dell'art. 2351 c.c., non avendo l'istituto altri appigli normativi nella trama del codice civile <sup>122</sup>. Per di più, quale disciplina di eccezione demandata alla regolamentazione statutaria, le azioni a voto plurimo sono inquadrare nella natura giuridica delle categorie speciali di azioni tipiche. L'effetto moltiplicatore del diritto di voto è così destinato ad incidere sulla disciplina del controllo (art. 2359 c.c.) – ma in generale sulla materia dell'attività di direzione e controllo societaria – e, a cascata, sulla disciplina dell'acquisto di partecipazioni incrociate e sulle politiche societarie di nomina degli organi sociali <sup>123</sup>.

---

<sup>118</sup> L'impostazione della regola statutaria assevera l'esigenza di dare un criterio oggettivo al fine di evitare che si tramuti in uno strumento abusivo del potere decisionale nelle mani del gruppo di comando, tale da alterare il funzionamento della «democrazia statutaria»: GUERRERA, *La scissione*, cit., pp. 191 ss.

<sup>119</sup> ABRIANI, *Azioni a voto plurimo*, cit., p. 7.

<sup>120</sup> «Si tratta di previsione corrispondente a quella già dettata nel secondo comma dell'art. 2351 c.c. con riferimento all'ipotesi di azioni originariamente prive del diritto di voto, destinate ad acquisirlo al verificarsi di un determinato evento, predeterminato nello statuto. Come in quest'ultima fattispecie, anche nella nuova figura, ora introdotta dal quarto comma, la condizione presupposta dalla norma va qualificata come sospensiva, in quanto determina l'attribuzione di un diritto – in questo caso, il voto plurimo – sino a quel momento sospeso (c.d. *sunrise clauses*)». Non è escluso che gli statuti prevedano la situazione inversa, ossia si esprimano mediante c.d. *sunset clause*, che determinano la decadenza dal diritto di voto plurimo al realizzarsi di una condizione risolutiva. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo*, cit., pp. 8 ss.

<sup>121</sup> ANNUNZIATA e GIOMBINI, *La disciplina del voto plurimo introdotta dal Decreto Competitività. Pegno, usufrutto e sequestro di azioni (a voto plurimo)*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, disponibile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/societa/disciplina-voto-plurimo-introdotta-decreto-competitivita-pegno-usufrutto-e-sequestro-di-azioni>.

<sup>122</sup> FERRI, *Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici*, in *Riv. not.*, 2015, 4, pp. 761 ss.

<sup>123</sup> Non sembra che le azioni a voto plurimo incidano nel calcolo dei quozienti assembleari, considerazione ricavata *a contrario* dalla lettera dell'art. 127 -*quinquies*, co. 8, t.u.f., che esplicitamente dispone che la maggiorazione di voto ha incidenza sui *quorum* costitutivi e deliberativi. Dunque, sulla base del brocardo "*ubi lex voluit dixit ubi noluit tacuit*", pare escludersi tale prerogativa appartenga anche alle azioni a voto plurimo. Sul rapporto tra azioni a voto plurimo

Il corrispettivo delle azioni a voto plurimo per le società aperte, quotate e quotande <sup>124</sup>, è l'istituto delle azioni a voto maggiorato, ex art. 127 -*quinquies* t.u.f. <sup>125</sup>.

Sempre mediante previsione statutaria, il legislatore assegna alle società che operano sul mercato la possibilità di abbinare ad ogni azione un diritto di voto

---

e *quorum* assembleari, LAMBERTI, *Le azioni a voto plurimo e quorum assembleari*, in *Nuovo dir. soc.*, 2017, p. 10, disponibile all'indirizzo [http://www.nuovodirittodellesocieta.it/azioni\\_a\\_voto\\_plurimo\\_e\\_i\\_quorum\\_assembleari](http://www.nuovodirittodellesocieta.it/azioni_a_voto_plurimo_e_i_quorum_assembleari).

<sup>124</sup> Ad opinione della migliore dottrina non è preclusa la possibilità che una clausola di maggiorazione di voto sia scritta anche all'interno di statuti di società chiuse in vista di una futura quotazione, indipendentemente dall'avvio o meno del procedimento di quotazione: MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, 2, pp. 448 ss. Della stessa opinione, TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, TOMBARI, a cura di, Torino, 2016, p. 25.

<sup>125</sup> Questo articolo è stato inserito per effetto dell'art. 20, co. 1, lett. aa), del d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni, nella l. 11 agosto 2014, n. 116. Art. 127 -*quinquies*, t.u.f., "Maggiorazione del voto": «Gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 2. In tal caso, gli statuti possono altresì prevedere che colui al quale spetta il diritto di voto possa irrevocabilmente rinunciare, in tutto o in parte, al voto maggiorato. Gli statuti stabiliscono le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti, prevedendo in ogni caso un apposito elenco. La Consob stabilisce con proprio regolamento le disposizioni di attuazione del presente articolo al fine di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l'osservanza delle disposizioni del titolo II, capo II, sezione II. Restano fermi gli obblighi di comunicazione previsti in capo ai titolari di partecipazioni rilevanti. La cessione dell'azione a titolo oneroso o gratuito, ovvero la cessione diretta o indiretta di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore alla soglia prevista dall'articolo 120, comma 2, comporta la perdita della maggiorazione del voto. Se lo statuto non dispone diversamente, il diritto di voto maggiorato: a) è conservato in caso di successione per causa di morte nonché in caso di fusione e scissione del titolare delle azioni; b) si estende alle azioni di nuova emissione in caso di aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile. Il progetto di fusione o di scissione di una società il cui statuto prevede la maggiorazione del voto può prevedere che il diritto di voto maggiorato spetti anche alle azioni spettanti in cambio di quelle a cui è attribuito voto maggiorato. Lo statuto può prevedere che la maggiorazione del voto si estenda proporzionalmente alle azioni emesse in esecuzione di un aumento di capitale mediante nuovi conferimenti. Le azioni cui si applica il beneficio previsto dal comma 1 non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile. La deliberazione di modifica dello statuto con cui viene prevista la maggiorazione del voto non attribuisce il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile. Qualora la deliberazione di modifica dello statuto di cui al comma 6 sia adottata nel corso del procedimento di quotazione in un mercato regolamentato delle azioni di una società non risultante da una fusione che coinvolga una società con azioni quotate, la relativa clausola può prevedere che ai fini del possesso continuativo previsto dal comma 1 sia computato anche il possesso anteriore alla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 2. Se lo statuto non dispone diversamente, la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale. La maggiorazione non ha effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale».

doppio, ma solo a quei soci che abbiano detenuto partecipazioni in società quotate per un periodo ininterrotto non inferiore a ventiquattro mesi <sup>126</sup>.

La clausola statutaria, però – a differenza delle società chiuse – non vale a designare una particolare categoria di azioni, ma solo a definire una diversa regola di attribuzione del diritto di voto per quegli azionisti che si sono dimostrati nel tempo fedeli alla società. Una sorta di “premio fedeltà” <sup>127</sup>, che sfuma di elementi personalistici i rigidi assetti azionari della società quotata <sup>128</sup>.

La relativa attribuzione – continuando nella lettura dell’articolo in commento – è inoltre limitata a quei soli soci che rispondano ai requisiti dettati dallo statuto per la formazione di un apposito elenco nel quale iscrivere i soci beneficiari <sup>129</sup>: la

---

<sup>126</sup> L’istituto si ispira al modello delle *loyalty shares* francesi. MORINI, *Appunti sulle Loyalty Shares*, in *Giur. Comm.*, 2016, 5, pp. 690 ss.; ANNUNZIATA e GIOMBINI, *La disciplina*, cit. Per un’analisi comparata dell’istituto della maggiorazione del diritto di voto: MONTALENTI, *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di Tombari, Torino, 2016, pp. 30 ss.

<sup>127</sup> Non è una prassi così inconsueta quella di attribuire azioni gratuite al sottoscrittore “fedele”. MARCHETTI, *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, cit., p. 4.

<sup>128</sup> TOMBARI, “Maggiorazione del dividendo” e “maggiorazione del voto”: verso uno “statuto normativo” per “investitore di medio-lungo termine?”, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, pp. 703 ss. «Si ha una situazione, per qualche aspetto, simile a quella del voto scaglionato o del plafonamento del diritto di voto dell’art. 2351, terzo comma, c.c. Anche in questo caso è in relazione ad una situazione soggettiva (la quantità di «possesso», non la durata di «appartenenza») del titolare delle azioni che opera la modulazione (li restrittiva) del voto. Nello scaglionamento o nel plafonamento il socio può influire sullo stesso modificando il proprio possesso, mentre per la maggiorazione può addirittura decidere se, in che misura, per quanto tempo fruirne. Si ha soprattutto una situazione simile a quella della maggiorazione del dividendo dello sfortunato art. 127 -*quater* sul cui schema si è mosso il legislatore del 2014»: MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, cit., p. 448.

<sup>129</sup> L’elenco deve essere formato nel rispetto dei requisiti indicati dall’art. 143 -*quater* Reg. Em., che ha dato attuazione alla previsione del t.u.f. Differentemente dalle azioni a voto plurimo, che potevano essere introdotte all’interno degli statuti societari sin dal giorno dopo dalla entrata in vigore della legge di conversione, *rectius* 21 agosto 2014, le azioni a voto maggiorato per essere operative nel nostro ordinamento hanno dovuto attendere che la Consob ne desse attuazione con proprio regolamento, da adottare entro la data del 31 dicembre 2014. Con delibera del 19 dicembre 2014, n. 19084, è stato inserito, al Capo III -*bis*, “Maggiorazione del diritto di voto”, e l’art. 143 -*quater*, “Contenuto dell’elenco”, prevede quanto segue: «Nelle società che consentono la maggiorazione del diritto di voto, l’elenco previsto dall’articolo 127-*quinquies*, comma 2, del Testo unico, contiene almeno le seguenti informazioni: a) i dati identificativi degli azionisti che hanno richiesto l’iscrizione; b) il numero delle azioni per le quali è stata richiesta l’iscrizione con indicazione dei trasferimenti e dei vincoli ad esse relativi; c) la data di iscrizione. In apposita sezione dell’elenco sono altresì indicati: a) i dati identificativi degli azionisti che hanno conseguito la maggiorazione del diritto di voto; b) il numero delle azioni con diritto di voto maggiorato, con indicazione dei trasferimenti e dei vincoli ad esse relativi, nonché degli atti di rinuncia; c) la data di conseguimento della maggiorazione del diritto di voto. Le società aggiornano l’elenco in conformità alle comunicazioni e alle segnalazioni effettuate dagli intermediari, secondo quanto previsto dal Testo unico e dalla relativa disciplina di attuazione, nonché sulla base delle eventuali



norma risponde alla volontà di dissipare eventuali opacità nella dichiarazione degli assetti proprietari all'interno della società, che potrebbero essere distorti attraverso patti parasociali o la formazione di gruppi piramidali <sup>130</sup>.

Il particolare *favor* nei confronti dell'istituto è espresso nel principio di conservazione delle azioni a voto maggiorato a fronte di eventi come operazioni straordinarie di fusione e scissione o anche di successione a causa di morte (co. 3, lett. a)), fino a prevederne l'estensione anche alle azioni di nuova emissione, in caso di aumento gratuito del capitale sociale (co. 3, lett. b)) <sup>131</sup>, salvo che non sia lo statuto a porvi deroga. Al pari, è sempre all'autonomia statutaria che è affidata la disciplina del computo delle azioni maggiorate per il calcolo dei quozienti costitutivi e deliberativi delle assemblee (co. 8), così come la scelta di riconoscere il diritto irrevocabile alla rinuncia in capo al titolare beneficiario della maggiorazione del voto (co. 1, secondo alinea).

Il ricorso allo strumento delle azioni a voto maggiorato è agevolato dal fatto che, seppur la delibera sia di competenza dell'assemblea straordinaria, il *quorum* deliberativo è abbassato alla soglia della maggioranza semplice, e la relativa deliberazione non può rappresentare motivo di recesso del socio dissenziente <sup>132</sup>.

Gli eventuali rapporti di convivenza tra azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato sono regolati dalla norma di diritto speciale, ossia l'art. 127 -*sexies* t.u.f. La legge vieta alle società quotate la possibilità di emettere azioni a voto plurimo; ma nel caso siano state create prima di procedere alla quotazione, il divieto decade, e addirittura è data facoltà di emettere nuove azioni a voto plurimo «con medesime caratteristiche e diritti» di quelle già in circolazione. Tuttavia,

---

comunicazioni ricevute dagli azionisti, entro il termine eventualmente previsto dallo statuto e comunque nel rispetto di quanto disposto dall'articolo 85 -*bis*, comma 4 -*bis*. Le risultanze dell'elenco sono messe a disposizione dei soci, a loro richiesta, anche su supporto informatico in un formato comunemente utilizzato. Fermo restando quanto previsto dal comma precedente, le società rendono noti, mediante pubblicazione nel proprio sito internet, i dati identificativi degli azionisti che hanno richiesto l'iscrizione nell'elenco, con indicazione delle relative partecipazioni, comunque superiori alla soglia indicata dall'articolo 120, comma 2, del Testo unico, e della data di iscrizione, entro il termine previsto dal comma 3».

<sup>130</sup> GUERRERA, *La scissione*, cit., pp. 191 ss.

<sup>131</sup> BIANCHI, *Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 392 ss. *Contra*, MARCHISIO, *La "maggiorazione del voto" (art. 127 -quinquies T.U.F.): récompense al socio "stabile" o trucage del socio di controllo?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, pp. 78 ss.

<sup>132</sup> Art. 127 -*quinquies*, co. 6, t.u.f.

l'emissione di azioni a voto plurimo da parte di società quotate è pacificamente riconosciuta dalla legge solo in tre circostanze: 1) aumento gratuito del capitale, in vista della quotazione; 2) aumento del capitale in opzione; 3) operazioni di fusione o scissione <sup>133</sup>.

Al di fuori dei casi segnati, è fatto divieto alla società quotata del cumulo dei due istituti, tant'è che il terzo comma statuisce che la società che, a seguito della quotazione, voglia riconoscere la maggiorazione del voto ai propri soci dovrà convertire le esistenti azioni a voto plurimo in azioni ordinarie <sup>134</sup>.

La «mini rivoluzione» <sup>135</sup> che sfida la sopravvivenza del principio “*one share one vote*” è diretta a vincere la riluttanza delle PMI alla quotazione <sup>136</sup>: aver scardinato il rapporto di proporzionalità tra diritto di voto e potere di incidere sulle decisioni sociali, riconoscendo margini sempre più ampi all'autonomia societaria, è stato il compromesso per assicurare il consolidamento della partecipazione sociale nelle PMI, anche nel periodo *post-quotazione* <sup>137</sup>; per aumentare il potere delle minoranze azionarie <sup>138</sup>; per incentivare investimenti *long-term* <sup>139</sup>; e per stimolare

---

<sup>133</sup> Cfr. art. 127 -*sexies*, co. 2, lett. a) e b), t.u.f.

<sup>134</sup> Solo in tal caso, i soci dissenzienti alla conversione delle azioni a voto plurimo potranno avvalersi del diritto di recesso *ex art. 2437, co. 1, lett. g)*, c.c. «La previsione per cui l'introduzione della maggiorazione di voto non comporta recesso costituisce, a mio avviso, conferma di una interpretazione dell'art. 2437, 1° comma, lett. g), che attribuisce rilevanza legittimante il recesso solo ai titolari di azioni il cui diritto di voto è (negativamente) alterato, non al caso in cui la potenza di voto sia alterata come riflesso dell'intervento sul voto di altre azioni. Si tratterà qui semmai di pregiudizio di categorie che non necessariamente si abbina al presupposto del recesso. E si tratterà di un pregiudizio assai discusso dal momento che si riflette in un diritto di rango». Così MARCHETTI, *Il voto maggiorato*, cit., p. 5.

<sup>135</sup> BUSANI e SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si “pesano”*: superato il principio *one share one vote* con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, in *Le società*, 2014, pp. 1048 ss.

<sup>136</sup> MONTALENTI, *Il diritto societario europeo tra armonizzazione e concorrenza regolatoria*, in *Impresa società di capitali mercati finanziari*, Torino, 2017, p. 134.

<sup>137</sup> Il rapporto tra potere e rischio perde il suo carattere di diretta proporzionalità per assumere una conformazione a geometria variabile dettata dalle esigenze dell'emittente: in questi termini cfr. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. comm.*, 2015, pp. 266 ss.

<sup>138</sup> La qualità e la reattività della disciplina a tutela degli *shareholders* è stata il criterio sul quale nel 1998, quattro economisti, hanno condotto una analisi comparata tra quarantanove sistemi giuridici, poi sfociata nella pubblicazione del famoso report LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY, *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6 (December 1998), pp. 1113 – 1155. I risultati si possono sintetizzare nello slogan “*legal rules do matter*”: sottintende la sussistenza di un'influenza delle regole giuridiche sui processi economici, in quanto la qualità della protezione giuridica accordata agli azionisti di minoranza nella disciplina della *corporate governance* attrae in via direttamente proporzionale capitale, dato che a livello di macrosistema si traduce in ricchezza della nazione. La storia infatti lo dimostra. Se nel 1910 la

l'apertura del capitale societario al mercato del capitale di rischio, anche per la realtà della piccola media impresa <sup>140</sup>.

Dalla semplice lettura del dato normativo, si avverte la costante tendenza del legislatore nazionale di dettare una disciplina sempre più di principio e rimettere nell'autonomia societaria la definizione della disciplina di dettaglio, nell'ottica di conformare le regole societarie agli interessi privati delle parti. Non a caso, gli istituti passati in rassegna nascono dalla preoccupazione per l'avvio di processi migratori delle sedi legali di importanti gruppi industriali verso ordinamenti «*company friendly*» <sup>141</sup>, oltre che dalla necessità di dare una risposta, a livello di legislazione nazionale, alle sollecitazioni mosse a livello comunitario per la costruzione di un sistema societario armonizzato <sup>142</sup>.

All'interno del Decreto Competitività, sono previste ulteriori misure che si presume possano essere incentivanti alla quotazione delle PMI.

---

borsa più importante al mondo era quella di Parigi, nell'anno di riferimento della ricerca la piazza francese era stata superata da Londra e New York. Trattasi della traduzione in termini economici dell'irrigidimento delle strutture di diritto. Il teorema *Law and finance* è diventato un teorema sistematico, i cui risultati sono stati tenuti in conto nelle riforme degli ordinamenti giuridici dell'area di *civil law*, nel senso di un rinnovamento *market friendly*. Cfr. in argomento Campobasso, che afferma: «Si può dire che non vi sia istituto delle società quotate il quale non abbia finalità, diretta o indiretta di tutelare la minoranza, perché tutelare gli azionisti di minoranza nelle società quotate è tutelare il mercato»: M. CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alle società per azioni "orizzontali"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, 1, p. 139.

<sup>139</sup> Perplexità sono espresse invece da MONTALENTI, *Azioni a voto maggiorato*, cit., p. 33.

<sup>140</sup> Si legge nella Relazione illustrativa al d.l. 91/2014: «Il timore di perdere il controllo a seguito della quotazione rappresenta uno dei principali fattori che disincentiva l'ingresso in borsa alle imprese familiari italiane. Una maggiore flessibilità nella struttura del capitale in deroga al principio one share one vote può consentire di aumentare la dimensione del flottante in sede di offerta al pubblico finalizzata alla quotazione ("IPO") e, di conseguenza, la liquidità delle azioni delle società quotate senza determinare una diluizione in sede assembleare per gli azionisti di riferimento».

<sup>141</sup> Per un approfondimento comparato con l'esperienza statunitense, v. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. comm.*, 2015, 3, pp. 512 ss.; SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, 1, pp. 134 ss.

<sup>142</sup> Il riferimento è al Piano d'Azione per la modernizzazione del diritto delle società e il rafforzamento del governo societario del 2012 e al Libro Verde del 25 marzo 2013, entrambi disponibili in [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu). Una prima riflessione dottrina sulla opportunità del principio "un'azione un voto" e della sua estensione nell'area europea è di FERRARINI, *"Un'azione - un voto": un principio europeo?*, in *Riv. soc.*, 2006, 1, pp. 24 ss.

Una prima modifica è intervenuta sulla disciplina dell'OPA totalitaria <sup>143</sup>. È stato inserito all'art. 106 t.u.f., il comma 1 -ter <sup>144</sup> ai sensi del quale è consentito alle PMI con azioni quotate di inserire nei propri statuti una clausola che preveda l'obbligo di lancio dell'OPA al superamento di una soglia diversa del 30% <sup>145</sup>, purché non inferiore al 25% né superiore al 40%, con sacrificio del diritto di recesso dell'azionista non consenziente, se la modifica sia avvenuta prima dell'inizio delle negoziazioni dei titoli in un mercato regolamentato <sup>146</sup>. L'approccio normativo seguito dal legislatore della riforma ha tenuto conto della dimensione dell'impresa, riconoscendo maggiore flessibilità nella determinazione delle soglie in base alle esigenze societarie: una soglia più bassa tutelerebbe dal rischio della perdita del controllo proprietario; una soglia più alta permetterebbe, di contralto, l'ingresso nel capitale di soggetti terzi in posizione di forza <sup>147</sup>.

La stessa filosofia accompagna le modifiche dell'art. 120 t.u.f. sulle partecipazioni rilevanti <sup>148</sup>. La norma muove dall'esigenza di trasparenza degli assetti proprietari, ergo le partecipazioni rilevanti, costituite da azioni aventi diritto di voto <sup>149</sup>, devono essere rese note al mercato e pubblicate <sup>150</sup>. Il comma secondo del precitato articolo stabilisce che l'obbligo di informazione al mercato sorge al

---

<sup>143</sup> Tra i più recenti contributi sull'istituto, GHETTI, *Riflessioni critiche sulle conseguenze della violazione dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica d'acquisto totalitaria*, in *Giur. comm.*, 2017, pp. 1024 ss., in nota a Cass. Civ., sez. I., 10 febbraio 2016, n. 2665.

<sup>144</sup> Il comma è stato inserito per effetto dell'art. 20 d.l. 24 giugno 2014, e modificato nel corso della legge di conversione 11 agosto 2014, n. 116.

<sup>145</sup> La soglia del 30% rende obbligatorio il lancio di un OPA se è stata raggiunta «a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto» ovvero se il titolare dispone «di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi» (art. 106, co. 1, t.u.f.).

<sup>146</sup> In senso critico sulla deroga in favore delle sole PMI cfr. POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, *Quad. Giur. comm.*, Milano, 2014, 381, pp. 706 ss.

<sup>147</sup> Per un'analisi oculata dell'istituto, oltre che per una riflessione sui profili di coordinamento rispetto alla maggiorazione di voto, v. MOSCA, *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie OPA*, in *Nuove leggi civ.*, 2015, 5, pp. 863 ss. Analoghe considerazioni formulano FORNASARI, *Maggiorazione del voto e OPA obbligatoria*, in *Giur. comm.*, 2017, 5, pp. 848 ss.; MASSELLA DUCCI TERI, *Voto plurimo e voto maggiorato*, in *Dig. disc. priv., sez. comm., Agg.*, Torino, 2015, VII, pp. 624 ss.

<sup>148</sup> Per un commento alla norma, MEO, *Le Società con azioni quotate e il regime della partecipazione significativa*, disponibile all'indirizzo <http://www.notiziariogiuridico.it/meo.html>.

<sup>149</sup> Cfr. art. 120, co. 1, t.u.f.: «ai fini della presente sezione, per capitale di società per azioni si intende quello rappresentato da azioni con diritto di voto. Nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, per capitale si intende il numero complessivo dei diritti di voto».

<sup>150</sup> Sui termini e le modalità di comunicazione delle partecipazioni rilevanti alla Consob si veda l'art. 121 Reg. Em.

superamento della quota del 3%, per le partecipazioni rilevanti in un emittente di azioni quotate con sede legale in Italia <sup>151</sup>; la quota sale al 5% allorquando la partecipazione sia in una PMI (co. 2) <sup>152</sup>. Ulteriori obblighi di comunicazione scattano al raggiungimento o superamento delle successive soglie del 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66.6%, 90% (art. 117 Reg. Em.), nonché in caso di riduzione della partecipazione al di sotto delle soglie rilevanti <sup>153</sup>. La comunicazione deve essere effettuata sia alla società partecipata che alla Consob (co. 4 *-bis*) <sup>154</sup>. L'insieme di queste disposizioni consente alla Consob di poter disporre di un quadro completo della struttura azionaria delle società quotate; il mancato rispetto degli obblighi informativi può essere motivo di sanzioni amministrative e penali, e, in via cautelare, comporta l'inibizione dell'esercizio

---

<sup>151</sup> L'art. 20 del d.l. n. 91/2014, convertito con modificazioni dalla l. n. 116/2014, aveva stabilito che l'obbligo di comunicazione scattasse al raggiungimento della soglia del due per cento. Di recente, con l'intervento delle modifiche apportate dall'art. 1 del d.lgs. del 15 febbraio 2016, n. 25, l'iniziale soglia è stata sostituita con quella del tre per cento.

<sup>152</sup> Le percentuali possono essere derogate per un tempo limitato e per soglie più basse di quelle stabilite tramite provvedimento motivato – per esigenze di tutela degli investitori e di trasparenza del mercato – della Consob, e a beneficiarne sono solo le società con un elevato valore corrente di mercato e ad azionariato particolarmente diffuso (co. 2 *-bis*). Cfr. art. 120, co. 4, t.u.f.: «La Consob, tenuto anche conto delle caratteristiche degli investitori, stabilisce con regolamento: a) le variazioni delle partecipazioni indicate nel comma 2 che comportano obbligo di comunicazione; b) i criteri per il calcolo delle partecipazioni, avendo riguardo anche alle partecipazioni indirettamente detenute, alle ipotesi in cui il diritto di voto spetta o è attribuito a soggetto diverso dal socio nonché a quelle di maggiorazione dei diritti di voto; c) il contenuto e le modalità delle comunicazioni e dell'informazione del pubblico, nonché le eventuali deroghe per quest'ultima; d) i termini per la comunicazione e per l'informazione del pubblico; d *-bis*) i casi in cui le comunicazioni sono dovute dai possessori di strumenti finanziari dotati dei diritti previsti dall'articolo 2351, ultimo comma, del codice civile; d *-ter*) i casi in cui la detenzione di strumenti finanziari derivati determina obblighi di comunicazione; d *-quater*) le ipotesi di esenzione dall'applicazione delle presenti disposizioni».

<sup>153</sup> M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, cit., 56 ss.

<sup>154</sup> Cfr. art. 120, co. 4 *-bis*, t.u.f.: «[...] Nella dichiarazione sono indicati sotto la responsabilità del dichiarante: a) i modi di finanziamento dell'acquisizione; b) se agisce solo o in concerto; c) se intende fermare i suoi acquisti o proseguirli nonché se intende acquisire il controllo dell'emittente o comunque esercitare un'influenza sulla gestione della società e, in tali casi, la strategia che intende adottare e le operazioni per metterla in opera; d) le sue intenzioni per quanto riguarda eventuali accordi e patti parasociali di cui è parte; e) se intende proporre l'integrazione o la revoca degli organi amministrativi o di controllo dell'emittente. La CONSOB può individuare con proprio regolamento i casi in cui la suddetta dichiarazione non è dovuta, tenendo conto delle caratteristiche del soggetto che effettua la dichiarazione o della società di cui sono state acquistate le azioni. [...] Fermo restando quanto previsto ai sensi dell'articolo 185, se nel termine di sei mesi dalla comunicazione della dichiarazione intervengono cambiamenti delle intenzioni sulla base di circostanze oggettive sopravvenute, una nuova dichiarazione motivata deve essere senza ritardo indirizzata alla società e alla CONSOB e portata alla conoscenza del pubblico secondo le medesime modalità. La nuova dichiarazione fa decorrere nuovamente il termine di sei mesi citato nel primo periodo del presente comma».

del diritto di voto inerente alle azioni quotate e gli strumenti finanziari per cui era obbligatoria la comunicazione *ex co. 2* ovvero la dichiarazione *ex co. 4 -bis* <sup>155</sup>.

Altresì è stata modificata la disciplina delle partecipazioni reciproche *ex art. 121 t.u.f.* In tema di incroci azionari, il superamento dei limiti posti dall'art. 2359 -*bis* c.c. <sup>156</sup>, comporta la sospensione del diritto di voto per l'eccedenza e l'obbligo di alienazione delle partecipazioni in esubero, entro i dodici mesi successivi. La *ratio* dell'istituto, si deduce, è di evitare l'esercizio abusivo del diritto di voto. Il limite inizialmente fissato al 2% è stato innalzato, con l'intervenuta riforma, alla soglia del 5% se la partecipazione posseduta è in una PMI, percentuale che può arrivare fino alla soglia del 10%, previa autorizzazione delle assemblee ordinarie <sup>157</sup>.

Una novità di recente conio sono i mercati di crescita per le PMI. Il nuovo istituto ha fonte nel novellato art. 61, co. 1, lett. g), t.u.f., che definisce il mercato di crescita di una PMI come «un sistema multilaterale di negoziazione registrato come un mercato di crescita per le PMI in conformità all'art. 69»: quest'ultimo articolo ne detta la disciplina e le condizioni di registrazione e di operatività <sup>158</sup>.

---

<sup>155</sup> Cfr. art. 120, co. 5, t.u.f.

<sup>156</sup> La norma impone che una società controllata possa acquistare partecipazioni sociali (purché le azioni siano interamente liberate) della controllante, nel limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio di esercizio approvato. Ai detti limiti si aggiunge, nel caso la controllante sia quotata, la soglia del quinto del capitale sociale. V., CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, cit., pp. 60 ss.

<sup>157</sup> Inoltre, il successivo comma 3 – anch'esso riscritto – sancisce che: «se un soggetto detiene una partecipazione in misura superiore alla soglia indicata nel comma 2 in una società con azioni quotate, questa o il soggetto che la controlla non possono acquisire una partecipazione superiore a tale limite in una società con azioni quotate controllata dal primo. In caso di inosservanza, il diritto di voto inerente alle azioni eccedenti il limite indicato è sospeso. Se non è possibile accertare quale dei due soggetti ha superato il limite successivamente, la sospensione del diritto di voto si applica a entrambi, salvo loro diverso accordo».

<sup>158</sup> Prima dell'integrale riscrittura dell'art. 69 t.u.f., la norma era stata già abrogata per effetto dell'art. 2 del d.lgs. 12 agosto 2016, n. 176, e nella previgente formulazione disciplinava la materia della liquidazione di operazioni in strumenti finanziari non derivati. L'attuale testo dell'art. 69 t.u.f., recita quanto segue: «la Consob, su domanda del gestore di un sistema multilaterale di negoziazione, registra un sistema come mercato di crescita per le PMI se sono soddisfatti i requisiti di cui al comma. Fermo restando il rispetto degli altri obblighi del presente decreto relativi alla gestione di un sistema multilaterale di negoziazione, ai fini della registrazione di cui al comma 1, il sistema multilaterale di negoziazione dispone di regole, sistemi e procedure efficaci, atti a garantire che siano soddisfatte le seguenti condizioni: a) almeno il 50 per cento degli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione sul sistema sono PMI, sia al momento della registrazione come mercato di crescita per le PMI sia successivamente, con riferimento a ciascun anno civile; b) sono stabiliti criteri appropriati per l'ammissione e la permanenza alla negoziazione degli strumenti finanziari sul sistema; c) al momento dell'ammissione alla negoziazione di uno strumento finanziario sul mercato sono state pubblicate

La nuova categoria di sede di negoziazione consente, ai soli gestori di un sistema multilaterale di negoziazione, di poter fare richiesta di registrazione come mercato di crescita di PMI (co. 1)<sup>159</sup>, purché oltre agli obblighi generali imposti dalla disciplina finanziaria per la gestione di un SMN, si doti di un regolamento che soddisfi precise condizioni. *In primis*, il gestore deve garantire che, sia al momento della registrazione che continuativamente, almeno la metà degli emittenti ammessi alla negoziazione siano PMI. Inoltre, il regolamento di mercato deve prevedere requisiti di accesso e di permanenza che siano appropriati (co. 2, lett. b)). Per quanto riguarda la disciplina dell'informazione, questa deve essere tale da permettere all'investitore di formare un fondato giudizio sull'offerta, nulla ostando a che il gestore del mercato possa imporre, con proprio regolamento, la

---

informazioni sufficienti per permettere agli investitori di effettuare una scelta consapevole in merito all'investimento. Tali informazioni possono consistere in un appropriato documento di ammissione o in un prospetto se i requisiti di cui al regolamento 2017/1129/UE sono applicabili con riguardo a un'offerta pubblica presentata insieme all'ammissione alla negoziazione dello strumento finanziario sul sistema multilaterale di negoziazione; d) sul mercato esiste un'adeguata informativa finanziaria periodica, messa a disposizione dall'emittente o da altri per suo conto, che comprenda quantomeno la relazione finanziaria annuale sottoposta a revisione; e) gli emittenti, le persone che esercitano responsabilità di direzione e le persone ad esse strettamente legate, come individuati rispettivamente dai punti 21), 25) e 26) dell'articolo 3, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 596/2014, rispettano i requisiti loro applicabili dettati dal citato regolamento; f) le informazioni regolamentate riguardanti gli emittenti sono conservate e divulgate pubblicamente; g) esistono sistemi e controlli efficaci tesi a prevenire e individuare gli abusi di mercato secondo quanto prescritto dal regolamento (UE) n. 596/2014. Il gestore di un mercato di crescita per le PMI può prevedere requisiti aggiuntivi a quelli previsti dal comma 2. La Consob può revocare la registrazione di un sistema multilaterale di negoziazione come mercato di crescita per le PMI su richiesta del gestore ovvero quando il sistema non rispetta i requisiti previsti dal comma 2. Uno strumento finanziario di un emittente ammesso alla negoziazione su un mercato di crescita per le PMI può essere negoziato anche su un altro mercato di crescita per le PMI solo se l'emittente è stato preventivamente informato e non ha sollevato obiezioni alla negoziazione su un altro mercato. In tal caso l'emittente non è soggetto ad alcun obbligo relativo al governo societario o all'informativa iniziale, continuativa o ad hoc con riguardo a quest'ultimo mercato di crescita per le PMI». In dottrina, tra le prime note sulla figura dei mercati di crescita per le PMI introdotti a seguito delle dir. MiFID II: ANNUNZIATA, *PMI, quotazione, crowdfunding*, in Atti del XXIX Convegno di Studio su "I modelli dell'impresa societaria tra tradizione e innovazione nel contesto europeo", Courmayeur, 18 – 19 settembre 2015, disponibile all'indirizzo [http://www.cnpds.it/documenti/relazione\\_f\\_annunziata.pdf](http://www.cnpds.it/documenti/relazione_f_annunziata.pdf).

<sup>159</sup> «The current choice of reserving the SME Growth Market label to MTFs would seem to rest upon the fear of investor confusion: if the regime for listed companies were to be split into two, with one set of more protective rules for large listed companies and one set of less comprehensive rules for SME listed companies, investors may fail to notice the difference. That, is they may not appreciate that, in the case of SME listed companies, they are investing in less regulated companies, and hence riskier shares. As a consequence, they may overpay for them and suffer if market abuse or other forms of misbehaviour materialize in the SME regulated market or segment»: ENRIQUES, *What should qualify as a 'SME Growth Market'?*, 26 Jan. 2018, in <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2018/01/what-should-qualify-sme-growth-market>. L'A. mostra perplessità circa la presenza anche di società diverse dalle PMI all'interno di un mercato di crescita per le PMI, affermando che la vera opportunità per la quotazione delle PMI sia la destinazione di un segmento esclusivo.

redazione di un documento conforme al prospetto informativo ai sensi del Reg. 2017/1129/CE (co. 2, lett. c))<sup>160</sup>. Il SMN deve garantire l'informazione su base continuativa, anche attraverso la sola relazione finanziaria annuale revisionata (co. 2, lett. d)). Il gestore deve definire, altresì, le politiche interne al proprio mercato sulla gestione del rischio di abusi (co. 2, lett. g)). La stessa norma, al comma terzo, infine, riconosce all'autonomia regolamentare del gestore del sistema multilaterale di negoziazione la possibilità di prevedere regole aggiuntive a quelle tipicamente imposte dalla legge. Il comma in chiusura della norma – co. 5 – ammette la possibilità che gli strumenti finanziari emessi da una PMI possano essere negoziati anche su un altro mercato di crescita per le PMI, solo se

---

<sup>160</sup> Tra le maggiori novità, il Regolamento Prospetto introduce tre nuove tipologie di prospetto, le quali si distinguono in considerazione dei titoli, degli emittenti e dell'ammissione alle negoziazioni. La prima tipologia è il "Prospetto di base" (art. 8), il quale può essere redatto da un emittente, un offerente o un soggetto richiedente l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato per titoli diversi dai titoli di capitale. Il relativo prospetto deve contenere, oltre alle informazioni necessarie sull'emittente e sui titoli offerti al pubblico, anche un modello, c.d. modulo delle condizioni definitive, che indica le opzioni disponibili da spuntare per determinare le condizioni dell'offerta, e l'indirizzo del sito web dove saranno pubblicate le condizioni definitive. La seconda è il "Prospetto semplificato per le emissioni secondarie", previsto all'art. 14. Il prospetto semplificato sostituisce la redazione dell'intero prospetto, purché sia garantito agli investitori il diritto di usufruire di un'informazione regolare e continuativa da parte dell'emittente. La struttura ricalca quella determinata per la nota di sintesi, accompagnata da uno specifico documento di registrazione e una nota informativa sui titoli, e tali documenti devono consentire all'investitore di comprendere: «a) le prospettive dell'emittente e gli eventuali cambiamenti significativi verificatisi dalla fine dell'ultimo esercizio nell'attività e nella situazione finanziaria dell'emittente e del garante; b) i diritti connessi ai titoli; c) le ragioni dell'offerta e il suo impatto sull'emittente, nonché sulla sua struttura complessiva del capitale, e l'impiego dei proventi». I legittimati alla redazione sono i seguenti soggetti: «a) gli emittenti i cui titoli siano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un mercato di crescita per le PMI continuativamente per almeno gli ultimi 18 mesi e che emettano titoli fungibili con titoli esistenti emessi in precedenza; b) gli emittenti i cui titoli di capitale siano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un mercato di crescita per le PMI continuativamente per almeno gli ultimi 18 mesi e che emettano titoli diversi dai titoli di capitale; c) gli offerenti di titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un mercato di crescita per le PMI continuativamente per almeno gli ultimi 18 mesi». Infine, l'art. 15 disciplina il "Prospetto UE per la crescita", il quale si presenta come un documento «in formato standardizzato, scritto in linguaggio semplice e facile da completare per gli emittenti. È composto da una nota di sintesi specifica basata sull'articolo 7, uno specifico documento di registrazione e una specifica nota informativa sui titoli. Le informazioni fornite nel prospetto UE della crescita sono presentate nella sequenza standardizzata in conformità dell'atto delegato di cui al paragrafo 2». I soggetti legittimati alla redazione di siffatto tipo di prospetto, purché i relativi titoli non siano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, sono: «a) PMI; b) emittenti, diversi dalle PMI, i cui titoli sono o saranno negoziati in un mercato di crescita per le PMI, a condizione che tali emittenti abbiano una capitalizzazione di borsa media inferiore a 500.000.000 EUR sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili; c) emittenti, diversi da quelli di cui alle lettere a) e b), ove le offerte al pubblico di titoli abbiano un corrispettivo totale nell'Unione che non supera 20.000.000 EUR, calcolato su un periodo di 12 mesi, e a condizione che tali emittenti non abbiano titoli negoziati in un MTF e durante l'esercizio precedente abbiano avuto in media fino a 499 dipendenti; d) offerenti di titoli emessi da emittenti di cui alle lettere a) e b)».



l'emittente sia stato previamente informato e non abbia avanzato obiezioni. In tal caso, la PMI non sarà obbligata ad ulteriori oneri informativi relativi alla nuova offerta sul nuovo mercato di crescita <sup>161</sup> <sup>162</sup>.

#### **4. Un ulteriore strumento di agevolazione: l'*equity based crowdfunding*.**

L'obiettivo di rafforzare la struttura finanziaria delle imprese è alla base della costante volontà del legislatore di ricercare nuovi canali, i quali incentivino la realtà della piccola impresa ad accedere al mercato mobiliare come sistema complementare alle fonti del credito bancario, smobilizzando il risparmio diffuso, spronando all'investimento i singoli individui.

---

<sup>161</sup> Con il comunicato stampa del 18 dicembre 2017, pubblicato sul sito di Borsa Italiana, l'AIM, *Alternative Investment Market*, ha annunciato la trasformazione in *SME Growth Market*; la registrazione disposta dalla Consob ha efficacia dal 3 gennaio 2018, giorno di entrata in vigore delle ultime riforme al t.u.f. Il comunicato è disponibile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2017/aimitaliasmegm.htm>.

<sup>162</sup> In sede comunitaria, la Commissione Europea, con il comunicato stampa del 24 maggio 2018, ha avanzato una proposta di regolamentazione per favorire l'accesso delle PMI alla quotazione nei mercati di crescita. Infatti si legge nel comunicato che: «l'obiettivo è snellire le procedure burocratiche per le piccole e medie imprese che vogliono essere quotate ed emettere titoli sui mercati di crescita per le PMI (una nuova categoria di sedi di negoziazione dedicata ai piccoli emittenti), nonché favorire la liquidità delle loro azioni. Le nuove norme introdurranno modalità più proporzionate per incentivare la quotazione delle PMI senza pregiudicare la tutela degli investitori e l'integrità del mercato». I punti sui quali si articola la proposta di modificare la normativa sulla quotazione delle PMI sono: «1. adattare gli obblighi attuali, che impongono di tenere registri di tutti coloro che hanno accesso a informazioni in grado di influire sul prezzo dei titoli in modo da ridurre gli oneri amministrativi che gravano sulle PMI, permettendo comunque alle autorità competenti di indagare in caso di abuso di informazioni privilegiate; 2. consentire agli emittenti quotati da almeno tre anni sui mercati di crescita per le PMI di redigere un prospetto semplificato se desiderano passare a un mercato regolamentato. Un prospetto è un documento legale contenente le informazioni di cui un investitore ha bisogno per decidere se investire in una società o meno. La normativa applicabile è già stata rivista e semplificata in passato, ma la proposta odierna è ancora più ambiziosa per quanto riguarda la facilitazione dell'accesso delle imprese ai mercati dei capitali europei; 3. semplificare la registrazione delle sedi di negoziazione specializzate nell'emissione di obbligazioni IP/18/3727 come mercati di crescita per le PMI. A tal fine, la Commissione elaborerà una nuova definizione di "emittenti di soli titoli di debito": la categoria includerà coloro che emettono obbligazioni per un valore inferiore a 50 milioni di EUR nell'arco di 12 mesi; 4. definire un complesso di norme in materia di contratti di liquidità comune ai mercati di crescita per le PMI in tutti gli Stati membri, che si applicherebbe parallelamente alle norme nazionali. Per "contratti di liquidità" si intendono gli accordi tra un emittente e un intermediario finanziario (una banca o un'impresa di investimento) in virtù dei quali l'intermediario finanziario procede alla compravendita di azioni per conto dell'emittente. Così facendo, l'intermediario migliora la liquidità delle azioni». Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Unione dei mercati dei capitali: favorire l'accesso delle piccole e medie imprese al finanziamento tramite i mercati di capitali*, Comunicato stampa, Bruxelles, 24 maggio 2018, disponibile all'indirizzo [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-18-3727\\_it.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-3727_it.htm).

In questo scenario, la disciplina nazionale dell'*equity based crowdfunding* prende forma.

L'*equity based crowdfunding* <sup>163</sup> è un sistema di raccolta del capitale di rischio realizzato attraverso piattaforme *on-line*, che facilitano l'incontro di domanda ed offerta di capitale, provenienti rispettivamente dalle imprese e dalla moltitudine dei piccoli risparmiatori, direttamente e senza l'intermediazione bancaria o finanziaria <sup>164</sup>. Nella letteratura economica, si afferma che «*in theory, individuals already finance investments indirectly through their savings, since banks act as intermediary between those who have and those who need money, In contrast, crowdfunding occurs without any intermediary: entrepreneurs "tap the crowd" by raising the money directly from individuals. The typical mode of communication is thorough Internet*» <sup>165</sup>.

Il *crowdfunding* si presenta come un sistema alternativo ai convenzionali canali del credito bancario, del *venture capital* e dei *business angels*, incentivato dai tagli sui costi legati all'informazione <sup>166</sup>, il cui tratto caratterizzante è il modo attraverso il quale avviene la raccolta: *internet* <sup>167</sup>.

A ben considerare, si fonda su una logica del tutto opposta al c.d. micro credito, perché non è più uno, generalmente l'istituto di credito, che finanzia molti, ma

---

<sup>163</sup> Il termine è stato coniato da Michael Sullivan, il quale nel 2006 lanciò il portale "*Fundvalog*".

<sup>164</sup> DE LUCA, FURNARI e GENTILE, *Equity Crowdfunding*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Torino, 2018, p. 157.

<sup>165</sup> SCHWIENBACHER e LARRALDE, *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*, in *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford, 2012, p. 371.

<sup>166</sup> L'operazione mobilita per singoli progetti risorse finanziarie di grandi masse richiedendo versamenti molto modesti di singoli contributori, e per un costo esiguo rispetto a quello richiesto per la sollecitazione all'investimento: FERRARINI, *I costi*, cit., 2090.

<sup>167</sup> Critico è Gitti: «[...] Sul recupero di categorie generali, o comunque di discipline generali, basterebbe solo fare l'esempio del *crowdfunding*, che è in realtà un prestito tra privati già disciplinato da una norma antichissima, recepita nei codici civili, da quello napoleonico fino ad oggi: il contratto di mutuo. Non dobbiamo impazzire dietro alle formule e a quelle che sono, probabilmente, anche «mode regolamentari [...] Il fattore tecnologico non muta né la diversità di mercato né la diversità di attività commerciale, bancaria o finanziaria. È semplicemente un *medium* che non può caratterizzare la disciplina». CAMERA DEI DEPUTATI, COMMISSIONE VI - FINANZE, *Resoconto stenografico, Indagine conoscitiva 19*, seduta di mercoledì 29 novembre 2017, 11, consultabile all'indirizzo [http://documenti.camera.it/leg17/resoconti/commissioni/stenografici/pdf/06/indag/c06\\_tecnologia/2017/11/29/leg.17.stencomm.data20171129.U1.com06.indag.c06\\_tecnologia.0019.pdf](http://documenti.camera.it/leg17/resoconti/commissioni/stenografici/pdf/06/indag/c06_tecnologia/2017/11/29/leg.17.stencomm.data20171129.U1.com06.indag.c06_tecnologia.0019.pdf).

sono i molti, che tramite piccoli apporti, finanziano uno <sup>168</sup>. L'*equity crowdfunding* apre una nuova stagione dei metodi di finanziamento all'insegna di una maggiore democratizzazione <sup>169</sup> e del coinvolgimento diretto del risparmiatore, il quale sottoscrive una quota del capitale sociale della società emittente, divenendo (*sic!*) parte attiva del rischio di impresa <sup>170</sup>.

Sfruttare la capillarità del web 2.0, anche sul fronte del finanziamento, ha l'innegabile vantaggio che i contenuti dell'offerta siano valutati dagli stessi risparmiatori, i quali coincidono con i potenziali consumatori finali di quello stesso prodotto e/o servizio <sup>171</sup>: l'utente informatico veste i panni sia di *shareholder* che di consumatore <sup>172</sup>. Non a caso è stato coniato il sillogismo di *prosumer* <sup>173</sup>.

Dunque, la valutazione di un progetto, di una campagna di finanziamento, non viene più rimessa ad una valutazione matematico-economica sui rischi e i rendimenti dell'investimento, ma al sentimento della massa dei risparmiatori, o meglio alla c.d. *wisdom of crowd* (saggezza della folla) <sup>174</sup>. Il principio su cui si forma quest'ultimo concetto è che ad una valutazione singola sia preferibile una valutazione aperta ad una moltitudine di soggetti, e l'interazione e il *feedback* tra gli stessi permetta la formazione di un giudizio positivo o negativo sul progetto da finanziare.

---

<sup>168</sup> Il vantaggio è in termini di parcellizzazione del rischio.: così LAUDONIO, *La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*, in *Orizz. dir. comm.*, 2014, 1, p. 15, disponibile all'indirizzo [http://orizzontideldirittocommerciale.it/media/24322/laudonio\\_a\\_def.pdf](http://orizzontideldirittocommerciale.it/media/24322/laudonio_a_def.pdf).

<sup>169</sup> PIGNOTTI, *La nuova disciplina italiana dell'equity based crowdfunding*, in *Riv. dir. impr.*, 2016, p. 3.

<sup>170</sup> «*Crowdfunding can improve the efficiency of the market by enabling faster and better investor-company matches [...] and maximise the correlation between the crowd and product demand*»: WILSON e TESTONI, *Improving the role of equity crowdfunding in Europe's Capital markets*, in *Bruegel policy contribution*, 2014, p. 7.

<sup>171</sup> Si riduce il *trade off* con il consumatore, tanto da indurre a coniare la definizione di «appello internautico disintermediato a bassa intensità di intermediazione»: LAUDONIO, *La folla*, cit., p. 11. Parla in proposito di «capitale relazionale», CARLESI, *Capitale di rischio*, cit., p. 38.

<sup>172</sup> In estrema sintesi, come è stato scritto: «*crowdfunding involves an open call, mostly through the Internet, for the provision of financial resources either in form of donation or in exchange for the future product or some form of reward to support initiatives for specific purposes*». Cfr. BELLAFLAME, LAMBERT e SCHWIENBACHER, *Crowdfunding: Tapping the right crowd*, in *Journal of Business Venturing*, 2013, p. 8.

<sup>173</sup> TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contr.e impr.*, 2014, p. 522.

<sup>174</sup> La paternità del sintagma spetta a SUROWIECKI, *The Wisdom of Crowds: Why the Many Are Smarter Than the Few and How Collective Wisdom Shapes Business, Economies, Societies and Nations*, New York, 2004.

In termini strettamente economici, l'*equity crowdfunding* ha il potenziale di irrompere nel circolo vizioso innescato tra il debito pubblico-privato e la chiusura degli indotti da parte degli istituti di credito, andando a mobilizzare il risparmio dei privati, c.d. unità *in surplus*, per destinare risorse economiche alle imprese di piccole dimensioni, c.d. unità *in deficit* <sup>175</sup>.

Pur avendo il fascino della novità, l'*equity crowdfunding* non è privo di insidie: è uno strumento che apre le PMI al mercato mobiliare e che vuole attingere al risparmio, chiamando direttamente all'investimento il piccolo investitore, che, per inesperienza, non è nella posizione di valutare il rischio di illiquidità e di frode, fattori che rendono maggiormente vischioso l'investimento, specie nella fase di lancio di un progetto.

Da qui la necessità di un intervento da parte dell'organo legislativo.

## **5. L'evoluzione della regolazione dell'*equity crowdfunding***

### **5.1 Il Decreto Crescita *-bis* e il Regolamento Consob n. 18592/2013**

Nella Relazione Illustrativa al d.l. n. 179/2012 si legge che «la creazione di un ecosistema favorevole alle *start-up* innovative rappresenta per la prima volta un preciso strumento di politica economica teso a favorire la crescita, la creazione di occupazione, in particolare quella giovanile, l'attrazione di talenti e capitali dall'estero, e a rendere più dinamico il tessuto produttivo e tutta la società italiana, promuovendo una cultura del merito e dell'assunzione di rischio». L'obiettivo programmatico del decreto è infatti di incoraggiare la formazione di un «ambiente favorevole all'attività imprenditoriale e al rilancio della competitività» <sup>176</sup>.

Con queste parole il legislatore si determina nella volontà di rispettare gli impegni assunti in seno alla strategia *Horizon 2020* <sup>177</sup>, atto con il quale la Commissione

---

<sup>175</sup> PIANTAVIGNA, *Start-up innovative e nuove fonti di finanziamento*, in *Riv. dir. fin.*, pp. 264 ss.

<sup>176</sup> Il proposito di creare un ecosistema favorevole alle *start-up* innovative e rendere maggiormente dinamico il tessuto normativo ed economico era stato già espresso dal MISE, *Rapporto Restart, Italia!*, 2012, disponibile all'indirizzo <http://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/per-i-media/pubblicazioni/2030418-rapporto-restart-italia>.

<sup>177</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione Europea 2020, Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva*, 3 marzo 2010, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:2020:FIN:EN:PDF>.

Europea suggeriva agli stati di attivarsi per dare maggiore sostegno all'impresa nascente.

Tra le misure adottate per dare una risposta concreta alle richieste provenienti dal fronte comunitario, il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, noto come Decreto Crescita *bis*, convertito con modificazioni dalla l. 17 dicembre 2012, n. 221, disciplina per la prima volta nel nostro ordinamento l'istituto dell'*equity based crowdfunding*. Il decreto in parola è stato attuato, in virtù dell'art. 30, con il Regolamento Consob del 26 giugno 2013, n. 18592/2013, "*Raccolta di capitali di rischio da parte di imprese start-up innovative tramite portali online*", sottoposto precedentemente a consultazione il 29 marzo 2013 e poi pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 12 luglio 2013, n. 162<sup>178</sup>. È un esempio di disciplina non imposta verticalmente dal

---

<sup>178</sup> Tra i primi commenti editi nella letteratura giuridica in tema di *equity crowdfunding*: CAGNASSO, *Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (dalla "nuova" alla "nuovissima" s.r.l.)*, in *Nuovo dir. soc.* 2014, pp. 7 ss.; CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*, in *Orizz. dir. comm.*, 2014, disponibile all'indirizzo <http://odc.seminabit.com/edizioni/2014/1/temi-e-dibattiti-dattualit%C3%A0/1%E2%80%99equity-based-crowdfunding-e-i-diritti-del-socio/>; D'AURIA, *Crowdfunding: social lending e profili di regolamentazione prudenziale*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, disponibile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/crowdfunding/crowdfunding-social-lending-e-profil-di-regolamentazione-prudenziale>; FERRARIO e SCAPPINI, "*Start-up innovative*" tra deroghe e incentivi, in *Boll. trib.*, 2014, 819 ss.; FREGONARA, *Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*, in *Orizz. dir. comm.*, 2014, disponibile all'indirizzo [http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24242/fregonara\\_e.pdf](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24242/fregonara_e.pdf); GIRINO, *Le regole del crowdfunding*, in *Amministrazione&Finanza*, 2014, pp. 75 ss.; GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio di equity crowdfunding*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, pp. 699 ss.; GUIDANTONI, *Start up innovative: esigenze per la crescita*, in *Fisco*, 2014, pp. 1436 ss.; PIANTAVIGNA, *Start-up innovative e nuove fonti di finanziamento*, cit., pp. 264 ss.; SANTORO e TONELLI, *Equity crowdfunding ed imprenditorialità innovativa*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, disponibile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/rivista/finanza/mercati-finanziari-e-regole-di-sistema/equity-crowdfunding-ed-imprenditorialita-innovativa>; TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, cit., pp. 519 ss.; BOLLETTINARI, *Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recata legislazione*, in *Nuovo dir. soc.*, 2013, pp. 9 ss., disponibile all'indirizzo [http://www.nuovodirittodellesocieta.it/crowdfunding\\_raccolta\\_del\\_capitale\\_tramite\\_piattaforme\\_online](http://www.nuovodirittodellesocieta.it/crowdfunding_raccolta_del_capitale_tramite_piattaforme_online); CULICCHI, *Prime considerazioni sul nuovo regolamento Consob in tema di equity crowdfunding*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, disponibile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/crowdfunding/prime-considerazioni-nuovo-regolamento-consob-equity-crowdfunding>; GAGLIARDI e TONELLA, *Crowdfunding: una nuova frontiera per la raccolta di capitali*, *Amministrazione&Finanza*, 2013, 11, pp. 51 ss.; GIUDICI, GUERINI e ROSSI LAMASTRA, *Crowdfunding in Italy: state of the art and future prospects*, in *Eco. Pol. Ind.*, 2013, pp. 174 ss.; MALTONI e SPADA, *L'impresa start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013, pp. 579 ss.; NUNZIANTE, *Il crowdfunding*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, disponibile all'indirizzo [http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/nunziente\\_g\\_il\\_crowdfunding\\_2013.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/nunziente_g_il_crowdfunding_2013.pdf); PINTO, *L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal "Decreto crescita"*, in *Le società*, 2013, pp. 818 ss.

legislatore, bensì costruita grazie alla sinergia del potere legislativo con l'*authority*, e attraverso il dialogo con gli attori di mercato, per mezzo delle fasi consultive. Si parla di c.d. *open and collaborative legislation* <sup>179</sup>.

La disciplina legale corre lungo i binari tracciati dagli artt. 50 *-quinquies*, co. 2, “*Gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative*” <sup>180</sup>, e 100 *-ter*, “*Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali*”, t.u.f. Entrambi introdotti per effetto dell’art. 30 d.l. 179/2012. Precipuamente, con la prima norma, il legislatore delimita l’ambito soggettivo attraverso il principio della riserva di attività ed affida alla gestione dei portali *on-line* la raccolta del capitale di rischio per le *start-up* innovative, che vogliono farvi ricorso <sup>181</sup>. Con la seconda norma, si pone una parziale deroga alla disciplina generale in tema di offerta al pubblico, tipizzando la fattispecie dell’offerta realizzata attraverso portali di *equity crowdfunding*. A completare il quadro, l’art. 30 d.l. 179/2012 inserisce due nuovi commi all’art. 1 t.u.f., rispettivamente il comma 5 *-novies*, recante la definizione di “*portale per la raccolta di capitali per le start-up innovative*”, e il comma 5 *-decies*, sulla definizione di “*start-up innovativa*” <sup>182</sup>.

Infatti, in origine la disciplina dell’*equity crowdfunding* italiana, a differenza di quella d’oltreoceano, ha carattere elitario: destinataria è la sola *start-up* innovativa <sup>183</sup>.

---

<sup>179</sup> Esprime perplessità sulla tecnica legislativa VISENTINI, *Appunti sulle nuove regole per il finanziamento delle P.M.I. e start up innovative*, in *Regole e mercato*, a cura di Rispoli Farina, Sciarrone Alibrandi e Tonelli, Torino, 2017, II, pp. 274 ss.

<sup>180</sup> Secondo Annunziata la norma è “ambiguamente collocata” nel Titolo III, relativo alla disciplina dell’attività di gestione del risparmio collettivo, mentre sarebbe stata corretta una sua collocazione prossima all’art 22 t.u.f., relativo all’attività di ricezione e trasmissione di ordini, rispetto alla quale sono applicabili le condizioni di esenzione facoltativa alla mifid: cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*<sup>9</sup>, Torino, 2017, p. 22.

<sup>181</sup> Secondo un’opinione si tratta di una riserva di attività di carattere “eterogeneo”: VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 371.

<sup>182</sup> Nella versione del t.u.f., aggiornata all’entrata in vigore del d.l. 179/2012, l’art. 1, co. 5 *-novies*, recitava quanto segue: «per “portale per la raccolta di capitali per le *start-up* innovative” si intende una piattaforma online che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle *start-up* innovative, comprese le *start-up* a vocazione sociale»; secondo l’art. 1, co. 5 *-decies*: «Per “*start-up* innovativa” si intende la società definita dall’articolo 25, comma 2, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179».

<sup>183</sup> «Il problema che la norma primaria vuole affrontare è costituito dalla scarsità di canali per la raccolta di fondi da parte di soggetti imprenditoriali di nuova costituzione caratterizzati da uno specifico profilo rischio/rendimento, che incorpora un alto tasso di mortalità ma anche la possibilità di ritorni elevati in caso di successo di iniziative basate su prodotti e tecnologie

Come si evince dalla lettura dell'art. 25 del d.l. 179/2012, «l'impresa *start-up* innovativa», è «la società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano ovvero una *Societas Europaea*, residente in Italia ai sensi dell'articolo 73 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione [...]». Invero, non siamo alla presenza di un nuovo modello societario: quella di *start up* innovativa è una qualità ulteriore ed aggiuntiva che può essere vestita da una qualsiasi società di capitali, se «b) è costituita e svolge attività d'impresa da non più di quarantotto mesi; c) ha la sede principale dei propri affari e interessi in Italia; d) a partire dal secondo anno di attività della *start-up* innovativa, il totale del valore della produzione annua, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non è superiore a 5 milioni di euro; e) non distribuisce, e non ha distribuito, utili; f) ha, quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico <sup>184</sup>; g) non è stata costituita

---

innovativi»: CONSOB, *Relazione sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione (AIR) e sugli esiti della procedura di consultazione*, 2013, 3, disponibile all'indirizzo [http://www.governo.it/sites/governo.it/files/air\\_telematico.pdf](http://www.governo.it/sites/governo.it/files/air_telematico.pdf). Le *start-up* innovative sono considerate come soggetti non solvibili, c.d. *unbanked*. In verità, il concetto di *start-up* innovativa era già noto al nostro ordinamento. Infatti, nel d.m. 27 marzo 2008, n. 87, l'art. 2, co. 4, lett. 1), "Regime di aiuti in favore di ricerca, sviluppo e innovazione", si definisce la "nuova impresa innovatrice", ma è una definizione limitata al riconoscimento di vantaggi di carattere fiscale. Il concetto di *start-up* è mutuato dalla letteratura economica, e solo con il passaggio normativo del Decreto Crescita -bis assume piena dignità di categoria giuridica. Il processo della nascita di un'idea innovativa si sostanzia nel passaggio attraverso quattro fasi differenti per "tasso di sviluppo del fatturato", "intensità del capitale" e "capacità di autofinanziamento", che influenzano il fabbisogno finanziario dell'impresa. La prima fase – *seed* – coincide con l'insorgere dell'idea innovativa, ed è pertanto caratterizzata da un alto tasso di incertezza, ma il fabbisogno finanziario è limitato alle sole spese di valutazione del progetto. La seconda fase – *start-up* – vede l'idea innovativa presentata al mercato mediante l'avvio dell'attività d'impresa, e l'incertezza legata alla probabilità di successo comporta un aumento del fabbisogno finanziario iniziale data l'assenza di ricavi provenienti dalle vendite. La terza – *early growth* – è la fase di espansione. Il fabbisogno finanziario rimane elevato per mantenere o estendere la distribuzione sul mercato, ma contemporaneamente, se i dati delle vendite sono positivi, aumenta gradatamente la capacità di autofinanziamento dell'impresa. Nell'ultima fase – *sustained growth* – l'impresa si stabilizza sul mercato e si abbassano i profili di rischio operativo, in quanto l'attività è ormai capace di generare risorse economiche che le permettono di svincolarsi dal finanziamento esterno. Cfr. CANOVI, GRASSO e VENTURELLI, *Il fabbisogno di capitale di rischio delle PMI innovative in Italia*, in *Banca impr. Soc.*, 2007, pp. 310 ss.

<sup>184</sup> Non è fatta chiarezza dalla Relazione al Decreto sulla portata del concetto di innovatività, non essendovi nemmeno riferimenti utili per poterne delimitare il significato: viene precisato unicamente che l'oggetto sociale, in via prevalente o esclusiva, deve riguardare «lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti e servizi innovativi ad alto valore tecnologico».



da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda», oltre a possedere gli ulteriori requisiti indicati per legge. Pertanto è una disciplina che trova applicazione solo in linea temporanea, asseverando l'unico scopo di condurre nel lungo periodo ad una situazione di benessere finanziario per la nascente impresa, accompagnata da un pacchetto di misure di favore in materia giuslavoristica, fallimentare, fiscale e di diritto societario, propedeutiche a recuperare le perdite fisiologiche di un'impresa in fase *early stage*. Nel panorama delle società di capitali, la *start-up* costituita in forma di s.r.l. si candida ad essere una figura ibrida, perché se da un lato il sostrato giuridico su cui riposa è la disciplina del tipo <sup>185</sup>, dall'altro sulla falsariga delle s.p.a., può creare categorie di quote, in deroga all'art. 2468 c.c. e non incorre nel divieto delle operazioni sulle proprie quote «qualora l'operazione sia compiuta in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali» (art. 26, co. 2, 3 e 5, d.l. 179/2012) <sup>186</sup>.

---

Osserva attenta dottrina che, per riuscire ad identificare la fattispecie sul piano normativo, bisogna comprendere «se la valutazione circa l'innovatività vada compiuta in senso formale (sull'oggetto statutario) o in senso sostanziale (sull'attività effettivamente svolta dalla società), ma anche entro quali termini l'attività possa essere qualificata come innovativa»: CAPRARA, *Innovazione e impresa*, in *Contr. e impr.*, 2015, pp. 1155 ss., in part. p. 1164. Secondo altra dottrina dovrebbe aversi riguardo esclusivamente all'oggetto statutario, in quanto – se si optasse per la soluzione che dà rilievo invece all'attività effettivamente svolta – mancherebbe un sistema di verifica: CIAN, *Le società start-up innovative. Problemi definitivi e tipologici*, in *Aida*, 2013, pp. 415 ss. Con il requisito dell'innovatività deve concorrere almeno uno dei requisiti indicati dall'art. 25, co. 2, lett. h), d.l. 179/2012: «a) le spese in ricerca e sviluppo devono risultare uguali ovvero superiori al 15% del maggior valore tra costo e valore totale della produzione; b) i dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo impiegati, in percentuale superiore o uguale al terzo della forza lavoro complessiva, devono essere in possesso di titolo di dottorato di ricerca ovvero in possesso di laurea e devono aver svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca, pubblici o privati, in Italia o all'estero ovvero una percentuale uguale o superiore a due terzi della forza lavoro complessiva deve risultare in possesso della laurea magistrale c) la società deve essere titolare, depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semi-conduttori o a una nuova varietà vegetale direttamente afferenti l'oggetto sociale e l'attività d'impresa ovvero titolare dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore».

<sup>185</sup> LA SALA, *Start-up innovative: fattispecie e costituzione in forma di s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2017, pp. 1181 ss.; CAGNASSO, *Note in tema di s.r.l. start up innovative: un nuovo tipo societario a durata limitata?*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, Milano, 2015, I, pp. 79 ss.

<sup>186</sup> FREGONARA, *Il crowdfunding*, cit., p. 3; BOLLETTINARI, *Il crowdfunding*, cit., p. 10; MARASÀ, *Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative prima e dopo la L. 99/2013 di conversione del D.L. n. 76/2013*, in *Le Società*, 2013, pp. 1094 ss.



Le norme primarie sono integrate dal Regolamento Consob n. 18592/2013, nel quale l'area della regolamentazione è rappresentata dalla disciplina della figura del gestore e dalla materia dell'attuazione dell'offerta. Le due fonti si pongono in rapporto di complementarità, c.d. legislazione a doppio livello. La scelta di un tale modello normativo è dettata da ragioni di mera opportunità: la modifica di un testo regolamentare, rispetto a quella di un testo legislativo, richiede tempi più brevi e permette una maggiore flessibilità di adattamento della normativa all'evoluzione del fenomeno.

La gestione delle piattaforme *on-line* di *equity crowdfunding* è un'attività riservata a banche autorizzate e imprese di investimento, c.d. gestori di diritto, ovvero a società nate appositamente per la gestione dei portali, c.d. gestori autorizzati. Per questi ultimi, l'esercizio professionale dell'attività di gestione delle piattaforme è sottoposto a determinati requisiti soggettivi, in parte coincidenti con quelli previsti per gli intermediari abilitati. Requisiti rafforzati da ulteriori previsioni di onorabilità e professionalità, la cui sopravvenuta carenza è motivo di cancellazione dal registro tenuto dalla Consob. In particolare, il registro della Consob è a struttura binaria: accanto ad una sezione speciale destinata ai gestori di diritto, la cui iscrizione ha effetto di pubblicità notizia e certificazione anagrafica, si prevede una sezione ordinaria per l'iscrizione dei gestori autorizzati, i cui effetti pubblicitari hanno natura costitutiva.

L'approccio con gli investitori è diversamente regolato se l'operazione è gestita dalle banche e imprese di investimento o se invece ad occuparsene sia un gestore non istituzionale. Differenza che ha automatiche ripercussioni sui sistemi di vigilanza<sup>187</sup>. Per quanto riguarda i primi, questi possono gestire *ab intero* la campagna di finanziamento – dalla pubblicazione dell'offerta alla trattativa – potendo decidere l'approccio più opportuno in base alla discrezionalità ad essi riservata dalle regole che ne governano l'attività, come confermato dalla comunicazione Consob 1° agosto 2013, n. 006128<sup>188</sup>. Sul punto il Regolamento

---

<sup>187</sup> FREGONARA, *Il crowdfunding*, cit., p. 10.

<sup>188</sup> CONSOB, *Comunicazione riguardante lo svolgimento da parte di banche ed imprese di investimento dell'attività di gestione di portali on line per la raccolta di capitali per le start up innovative*, n. 0066128 dell'1.08.2013, disponibile all'indirizzo [http://www.consob.it/web/area-pubblica/ricerca/-/asset\\_publisher/B7kKXz2TuELz/content/comunicazione-consob-1-agosto](http://www.consob.it/web/area-pubblica/ricerca/-/asset_publisher/B7kKXz2TuELz/content/comunicazione-consob-1-agosto)

determina due ipotesi di esenzione totale, diversificate in base all'ammontare: al di sotto di euro cinquecento per le persone fisiche, ovvero agli euro mille nell'arco di un anno; mentre per le persone giuridiche si attesta al di sotto della fascia dei cinquemila euro, ovvero di diecimila euro in considerazione dell'intero anno.

Maggiore spazio è invece dedicato ai gestori di portali, essendo figure nuove al nostro ordinamento. Il compito fondamentale affidato ai gestori dei portali è quello di rendere l'informazione facilmente fruibile e comprensibile ai potenziali investitori <sup>189</sup>. Essi sono responsabili dell'*investor education* e devono supportare un percorso che porti a formulare una scelta consapevole. Dunque l'offerta deve essere pubblicata usando un linguaggio chiaro, comprensibile, non equivocabile privo di omissioni, e che non fornisca notizie incoerenti col contenuto dell'offerta. Sicché ne sono corollari gli obblighi di correttezza e trasparenza nel trattare con gli investitori, oltre che il dovere di assicurare la parità di trattamento nella platea dei sottoscrittori. Dal canto loro, secondo modalità indicate sul portale, gli investitori *retail* (investitori non professionali) devono dare prova di aver preso contezza delle informazioni ricevute tramite la compilazione di un questionario appositamente predisposto, e congiuntamente devono dichiarare di essere nelle condizioni economiche per poter far fronte all'investimento. Questo diviene l'unico sistema per saggiare la consapevolezza e la cognizione nel caso di ordini sotto-soglia <sup>190</sup>.

A completare il *corpus* di norme, si aggiungono le norme procedurali in tema di vigilanza ed ispezione della Consob.

---

[2013-n-0066128](#). In dottrina, RIZZO, *Intermediari finanziari ed Equity Crowdfunding: profili di compliance*, in *RrM*, 2014, p. 301.

<sup>189</sup> L'informazione assume tre diverse sfaccettature: informazione sui portali e sul genus di attività da questi promossa; informazione sulle caratteristiche delle start up innovative che si avvalgono dei portali; ed infine, informazione sulle caratteristiche dell'offerta e del grado di rischiosità in essa insito: così PIGNOTTI, *La nuova disciplina*, cit., p. 582 ss.

<sup>190</sup> Gli ordini c.d. sotto soglia, ai sensi dell'art. 17 Reg. Consob, godono del regime di esenzione dalla disciplina tradizionale Mifid: l'investitore che dichiara di non aver superato le menzionate soglie dovrà sottoporsi unicamente al *test* sull'*investor education*. Nel caso in cui le soglie siano superate, l'intervento di un gestore di diritto si rende d'obbligo per profilare il cliente. Se l'operazione di raccolta tramite portali viene condotta da un gestore di diritto, l'esenzione dalla disciplina tradizionale per quest'ultimi non è ammessa neanche per gli ordini sotto soglia: cfr. FREGONARA, *Il crowdfunding*, cit., p. 10.

Inoltre, si associa una forma di tutela c.d. indiretta, secondo cui ai fini del perfezionamento dell'offerta (nella bozza al Regolamento si parlava di «ammissione all'offerta»), il 5% degli strumenti finanziari oggetto di offerta deve essere sottoscritto da investitori professionali, fondazioni bancarie<sup>191</sup> o incubatori di *start-up* innovative<sup>192</sup>. Oltre alla “presa d'interesse” da parte dell'investitore istituzionale, il gestore deve assicurarsi che lo statuto dell'emittente garantisca all'investitore *retail* il diritto di recesso – *ad nutum* – senza l'aggravio di spese, nel termine di sette giorni dall'adesione all'offerta, ovvero il diritto di revoca ad offerta chiusa, qualora sopraggiungano circostanze o siano scoperti errori materiali che abbiano falsato il convincimento alla sottoscrizione.

La disciplina dell'informazione è il punto su cui fanno perno le regole di diritto societario richiamate all'interno del Regolamento *ex artt.* 24 e 25, sulla scia delle deroghe poste a livello primario dall'art. 26 d.l. 179/2012. Il primo dei due articoli, al primo comma, prescrive che il gestore del portale debba verificare che lo statuto dell'emittente riconosca il diritto di recesso o di co-vendita delle partecipazioni possedute, nonché modalità e condizioni di esercizio, qualora i soci di controllo trasferiscano dopo il lancio dell'offerta il proprio pacchetto di partecipazioni ad investitori non professionali, diritto che deve essere fatto salvo per l'intera durata della qualifica di *start-up* ovvero per almeno tre anni dalla

---

<sup>191</sup> Il co-investimento, oltre che ad essere una condizione per il perfezionamento dell'offerta, è considerato anche come requisito di ammissione dell'offerta sul portale. Mostra perplessità sul meccanismo della sottoscrizione da parte dell'investitore professionale *ex ante* alla pubblicazione: VITALI, *Equity crowdfunding*, cit., p. 2014. Non comprende, invece, la ragione dall'esclusione dalla sottoscrizione della quota del 5% per i *business angel* e *venture capitalist*: FREGONARA, *Il crowdfunding*, cit., p. 20 ss. L'A. non manca di sottolineare come sia contraddittorio che un canale candidato ad essere l'alternativa al credito bancario, richieda pur sempre il supporto dell'ente creditizio, addirittura come condizione perfezionativa dell'offerta.

<sup>192</sup> L'art. 25, co. 5, d.l. 179/2012, prevede che: «Ai fini del presente decreto, l'incubatore di *start-up* innovative certificato, di seguito: «incubatore certificato» è una società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano ovvero una *Societas Europaea*, residente in Italia ai sensi dell'articolo 73 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, che offre servizi per sostenere la nascita e lo sviluppo di *start-up* innovative ed è in possesso dei seguenti requisiti: a) dispone di strutture, anche immobiliari, adeguate ad accogliere *start-up* innovative, quali spazi riservati per poter installare attrezzature di prova, *test*, verifica o ricerca; b) dispone di attrezzature adeguate all'attività delle *start-up* innovative, quali sistemi di accesso alla rete internet, sale riunioni, macchinari per test, prove o prototipi; c) è amministrato o diretto da persone di riconosciuta competenza in materia di impresa e innovazione e ha a disposizione una struttura tecnica e di consulenza manageriale permanente; d) ha regolari rapporti di collaborazione con università, centri di ricerca, istituzioni pubbliche e partner finanziari che svolgono attività e progetti collegati a *start-up* innovative; e) ha adeguata e comprovata esperienza nell'attività di sostegno a *start-up* innovative, la cui sussistenza è valutata ai sensi del comma 7».

conclusione dell'offerta. A ciò si aggiunge l'obbligo di pubblicazione dei patti parasociali sul sito dell'emittente. Entrambe le prescrizioni hanno valenza di requisiti posti all'ammissione dell'offerta sui portali. Viceversa ai fini del perfezionamento degli ordini di adesione, l'art. 25 ordina la costituzione della provvista nel conto indisponibile dell'emittente <sup>193</sup>, tutelato, *ut supra*, dal diritto di revoca per l'investitore.

Questo è il primo scheletro normativo su cui si regge la disciplina dell'*equity crowdfunding*.

## 5.2 Il Decreto Crescita 3.0: l'estensione alle PMI innovative

Una prima modifica è stata attuata con il d.l. 31 maggio 2014, n. 83, "*Decreto cultura e turismo*", convertito nella l. 29 luglio 2014, n. 106, che ha ammesso al finanziamento mediante portali di *crowdfunding* le neointrodotte *start-up* turismo <sup>194</sup>.

---

<sup>193</sup> Nella Comunicazione del 13 febbraio 2014, n. 11720, in risposta al quesito postale dall'ABI, la Consob chiarisce l'interpretazione dell'art 17 del Regolamento sugli obblighi relativi alla gestione degli ordini di adesione alle offerte da parte degli investitori. Spiega la Commissione che non è imposto dall'articolo alcuno schema operativo specifico, e dunque non va escluso che si possano sviluppare forme organizzative e relazionali differenti tra portali, al fine di favorire l'adozione da parte dei gestori di procedimenti improntati a "snellezza operativa". Conclude la Commissione riconoscendo la possibilità che, tra le svariate scelte organizzative, l'intermediario chiamato a prestare il servizio di investimento al cliente non debba coincidere necessariamente con l'intermediario presso il quale l'emittente apre il conto indisponibile. Cfr. CONSOB, *Comunicazione del 13 febbraio 2014, n. 11720*, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/c0011720.pdf/3684993a-0049-4821-966c-9d6e07ee9b96>.

<sup>194</sup> L'art. 11 *-bis*, introdotto in fase di conversione, e rubricato "*Start-up turismo*", recita come segue: «in aggiunta a quanto stabilito dall'art. 25, co. 2, lett. f), del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni, dalla l. 17 dicembre 2012, n. 221, si considerano *start-up* innovative anche le società che abbiano come oggetto sociale la promozione dell'offerta turistica nazionale attraverso l'uso di tecnologie e lo sviluppo di *software* originali, in particolare, agendo attraverso la predisposizione di servizi rivolti alle imprese turistiche. Tali servizi devono riguardare la formazione del titolare e del personale dipendente, la costituzione e l'associazione di imprese turistiche e culturali, strutture museali, agenzie di viaggio al dettaglio, uffici turistici di informazione e accoglienza per il turista e *tour operator* di autotrasporto, in modo tale da aumentare qualitativamente e quantitativamente le occasioni di permanenza nel territorio; l'offerta di servizi centralizzati di prenotazione in qualsiasi forma, compresi sistemi telematici e banche di dati in convenzione con agenzie di viaggio o *tour operator*, la raccolta, l'organizzazione, la razionalizzazione nonché l'elaborazione statistica dei dati relativi al movimento turistico; l'elaborazione e lo sviluppo di applicazioni *web* che consentano di mettere in relazione aspetti turistici culturali e di intrattenimento nel territorio nonché lo svolgimento di attività conoscitive, promozionali e di commercializzazione dell'offerta turistica nazionale, in forma di servizi di *incoming* ovvero di accoglienza di turisti nel territorio di intervento, studiando e attivando anche nuovi canali di distribuzione. Le imprese *start-up* innovative di cui al comma 1 possono essere costituite anche nella forma della società a responsabilità limitata semplificata ai sensi dell'art.

Ma, la prima decisiva modifica alla primigenia normativa è stata apportata con l'art. 4 del d.l. 24 gennaio 2015 n. 3, “*Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti*” – meglio noto come *Investment Compact* o Decreto Crescita 3.0 – convertito con modificazioni dalla l. 24 marzo 2015 n. 33.

La novità normativa si fonda sull'irrazionalità del limite soggettivo per gli emittenti di quote tramite portali alle sole *start-up* innovative<sup>195</sup>, ostacolo al decollo del canale finanziario: il legislatore ha esteso anche alle PMI innovative<sup>196</sup>, definite all'art. 4, co. 1, d.l. 3/2015<sup>197</sup>, e costituite nella forma di s.r.l., la

---

2463-bis del codice civile. Le società di cui al comma 2, qualora siano costituite da persone fisiche che non abbiano compiuto il quarantesimo anno di età all'atto della costituzione della medesima società, sono esenti da imposta di registro, diritti erariali e tasse di concessione governativa. Agli oneri derivanti dal presente articolo, pari a 2 milioni di euro annui a decorrere dall'anno 2015, si provvede mediante riduzione del Fondo per interventi strutturali di politica economica, di cui all'art. 10, co. 5, del [d.l. 29 novembre 2004, n. 282](#), convertito, con modificazioni, dalla [l. 27 dicembre 2004, n. 307](#). Il Ministro dell'economia e delle finanze è autorizzato ad apportare, con propri decreti, le occorrenti variazioni di bilancio. Le disposizioni del presente articolo si applicano a decorrere dal 1° gennaio 2015».

<sup>195</sup> Tra i primi in dottrina a sollevare critiche sul limite soggettivo degli emittenti MOSCO, *La nuova regolamentazione dell'equity crowdfunding*, in *Crowd Future-Aspetti giuridici del crowdfunding*, in *crowdfuture.net*, 2014, disponibile all'indirizzo <http://crowdfuture.net/>.

<sup>196</sup> Le PMI innovative si distinguono dalle altre perché il loro vantaggio competitivo è nell'usufruire, durante lo svolgimento della propria attività di impresa, di mezzi *high tech*: è facile, di conseguenza, che si trovino in una situazione di *equity gap* faticando a raggiungere un *cash flow* positivo. Così GUALANDRI e SCHWIZER, *Bridging the Equity gap: il caso delle PMI innovative*, in *Studi e Note di Economia*, Anno XIII, 2008, 1, p. 104, saggio a cui si rinvia per un'analisi empirica dell'*equity gap* sofferto dalle PMI innovative nei primi stadi di vita - *seed, start-up, early/sustained growth*.

<sup>197</sup> All'articolo 1 t.u.f., aggiornato alle novità del Decreto Crescita 3.0, è stato introdotto il seguente comma: «5 -*undecies*: Per “piccole e medie imprese innovative”, di seguito “PMI innovative”, si intendono le PMI, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE, che possiedono i seguenti requisiti: a) la residenza in Italia ai sensi dell'articolo 73 del testo unico delle imposte sui redditi, approvato con decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, e successive modificazioni, o in uno degli Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'accordo sullo spazio economico europeo, purché abbiano una sede produttiva o una filiale in Italia; b) la certificazione dell'ultimo bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato redatto da un revisore contabile o da una società di revisione iscritti nel registro dei revisori contabili; c) l'assenza di possesso di azioni quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione; d) l'assenza di iscrizione al registro speciale previsto all'articolo 25, comma 8, del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221; e) almeno due dei seguenti requisiti: 1) volume di spesa in ricerca e sviluppo in misura uguale o superiore al 3 per cento della maggiore entità fra costo e valore totale della produzione della PMI innovativa. Dal computo per le spese in ricerca e sviluppo sono escluse le spese per l'acquisto di beni immobili. Ai fini del presente decreto, in aggiunta a quanto previsto dai principi contabili, sono altresì da annoverarsi tra le spese in ricerca e sviluppo: le spese relative allo sviluppo precompetitivo e competitivo, quali sperimentazione, prototipazione e sviluppo del piano industriale; le spese relative ai servizi di incubazione forniti da incubatori certificati come definiti dall'articolo 25, comma 5, del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221; i costi lordi di personale interno e consulenti esterni impiegati nelle attività di ricerca e sviluppo, inclusi soci ed amministratori; le spese legali per la registrazione e protezione di proprietà intellettuale, termini e

possibilità di lanciare offerte attraverso portali *on-line*. Parimenti, è estesa la *qualitas* di emittenti anche agli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e alle società di investimento a capitale variabile (SICAV) che investono prevalentemente<sup>198</sup> in *start-up* e PMI innovative<sup>199</sup>.

Tanto detto, le regole di condotta congegnate per le *start-up* innovative non sono state colpite da modifiche sostanziali<sup>200</sup> e sono applicate, *id est*, anche alle PMI

---

licenze d'uso. Le spese risultano dall'ultimo bilancio approvato e sono descritte in nota integrativa; 2) impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al quinto della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a un terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale ai sensi dell'articolo 3 del decreto del Ministro dell'istruzione, dell'università e della ricerca 22 ottobre 2004, n. 270; 3) titolarità, anche quali depositarie o licenziatarie di almeno una privativa industriale, relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale ovvero titolarità dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore, purché tale privativa sia direttamente afferente all'oggetto sociale e all'attività di impresa».

<sup>198</sup> A chiarire i limiti del concetto di "prevalenza" è intervenuto il d.m. 30 gennaio 2014, "Modalità di attuazione dell'articolo 29, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, in materia di incentivi fiscali all'investimento in *start-up* innovative", che all'art. 1, co. 2, lett. e) e f), riporta quanto segue: «per «organismi di investimento collettivo del risparmio che investono prevalentemente in *start-up* innovative» si intendono quegli organismi di investimento collettivo del risparmio di cui all'art. 1, co. 1, lettera m), del d.l. 24 febbraio 1998, n. 58, che, al termine del periodo di imposta in corso al 31 dicembre dell'anno in cui è effettuato l'investimento agevolato, detengono azioni o quote di *start-up* innovative di valore almeno pari al 70 per cento del valore complessivo degli investimenti in strumenti finanziari risultanti dal rendiconto di gestione o dal bilancio chiuso nel corso dell'anzidetto periodo di imposta; f) per «altre società di capitali che investono prevalentemente in *start-up* innovative» si intendono quelle società che, al termine del periodo di imposta in corso al 31 dicembre dell'anno in cui è effettuato l'investimento agevolato, detengono azioni o quote di *start-up* innovative, classificate nella categoria delle immobilizzazioni finanziarie, di valore almeno pari al 70 per cento del valore complessivo delle immobilizzazioni finanziarie iscritte nel bilancio chiuso nel corso dell'anzidetto periodo di imposta».

<sup>199</sup> Per il punto sulla disciplina dell'*equity crowdfunding* a seguito delle modifiche del 2015: cfr. CONSOB, *Equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi*, *Position papers*, 2016, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/11973/219974/pp6.pdf/21a0f4f2-f541-44bd-8fa0-6f7c601447a3>.

<sup>200</sup> Una significativa novità è stata introdotta in tema di esecuzione degli ordini *ex art.* 13, co. 5 -*bis* del Reg. Consob, da leggersi in combinato disposto con l'art. 21, co. 1 -*bis*, del medesimo regolamento. La previsione autorizza il gestore dei portali ad effettuare *on-line* le operazioni di *opt-in*, ossia a procedere ad una valutazione di appropriatezza dell'investimento indipendentemente dal suo ammontare. Rispetto all'originaria impostazione scelta nel Reg. Consob, nella versione attuale i gestori dei portali possono dare accesso agli investimenti c.d. "sopra-soglia", senza fare ricorso ad un intermediario finanziario. Cfr. FREGONARA, *Il restyling del Regolamento Consob in tema di equity crowdfunding*, in *Nuovo dir. soc.*, 2016, pp. 41 ss.

innovative<sup>201</sup>. È stata necessaria solo una revisione formale, di “*restyling*”<sup>202</sup>, del regolamento Consob, annunciata con la delibera del 24 febbraio 2016, n. 19520 e pubblicata in G.U. 4 marzo 2016. La promulgazione della versione aggiornata è stata preceduta da un duplice *step* di consultazioni, la prima avviata in data 19 giugno 2015, e, sulle proposte di revisioni a questa avanzate, è stata avviata una seconda consultazione in data 3 dicembre 2015<sup>203</sup>.

### 5.3 Le modifiche della Legge di bilancio 2017. Il nuovo TUF 2018.

Nell’anno appena trascorso, la disciplina dell’*equity crowdfunding* è stata al centro di una serie di interventi manutentivi da parte del legislatore che ne hanno segnato la fisionomia originaria.

A dare il via alla stagione riformistica è stata la Legge di Bilancio 2017, 11 dicembre 2016, n. 232. L’art. 1, co. 70, della citata legge ha definitivamente depennato il lemma “innovative”, che fino ad allora imperava accanto alle parole *start-up* e PMI<sup>204</sup>: vengono riscritti gli artt. 1, co. 5 -*novies*<sup>205</sup>, e 50 -*quinquies*<sup>206</sup> del t.u.f., relativi ai soggetti legittimati al sistema *crowdfunding*; e trasversalmente si è proceduto alla sostituzione in tutte le disposizioni in cui compariva il

---

<sup>201</sup> Lo statuto normativo della *start-up* innovativa è temporalmente limitato per cinque anni – limite incrementato rispetto agli originari 4 anni previsti ai sensi dell’art. 25, co. 2, d.l. 179/2012 per effetto della modifica operata con l’art. 4, co. 11 -*ter*, lett. a), d.l. 3/2015 – a differenza dello *status* di PMI che è tendenzialmente stabile. Per beneficiarne l’impresa è tenuta a conservarlo e attestarne annualmente nella domanda da rinnovare al registro delle imprese: la perdita di uno solo dei requisiti imposti implica la cancellazione dal registro. Il difetto del requisito di temporaneità (caratteristico delle sole *start-up* innovative) giustifica la mancata estensione dell’esenzione dalle procedure concorsuali alla generalità delle PMI innovative: la *ratio* dell’art. 31, co. 4, d.l. 179/2012 è di garantire un “periodo di immunità” all’impresa in fase di avvio. Altra differenza, marcatamente di diritto societario, è la facoltà, riservata sempre alla sola *start-up* innovativa, di poter rinunciare all’intervento del notaio nella fase costitutiva e redigere l’atto costitutivo con sottoscrizione tramite firma digitale, come previsto all’art. 24 del codice dell’amministrazione digitale. V. CIAN, *Società start-up innovative e PMI innovative*, in *Giur. comm.*, 2015, pp. 969 ss.

<sup>202</sup> Il termine è preso in prestito dal titolo del saggio di FREGONARA, *Il restyling*, cit., p. 33.

<sup>203</sup> I documenti di consultazioni e le relative osservazioni presentate sono disponibili all’indirizzo [http://www.consob.it/web/areapubblica/consultazioni?viewId=consultazioni\\_concluse](http://www.consob.it/web/areapubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_concluse). In dottrina: MIRRA e ZAOTTINI, *Equity crowdfunding 2.0: meno oneri per imprese e lavoratori*, in *Riv. dir. banc.*, 2016, disponibile all’indirizzo <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/equity-crowdfunding-20-meno-oneri-imprese-e-investitori>.

<sup>204</sup> Da diritto innovativo per le imprese innovative diventa diritto innovativo per le imprese conservative. BENAZZO, *Start-up e PMI innovative*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, aggiorn. VIII, Torino, 2017, p. 472.

<sup>205</sup> Art. 1, co. 70, lett. a), l. 232/2016.

<sup>206</sup> Art. 1, co. 70, lett. b), l. 232/2016.



sintagma “*start-up* e pmi innovative”<sup>207</sup>. Di conseguenza, il criterio della innovatività viene destituito da *condicio sine qua non* per accedere all’offerta di quote mediante portale<sup>208</sup>.

Di lì a breve tempo, il legislatore è intervenuto nuovamente per raffinare la precedente riforma. Le incoerenze sono state eliminate con l’art. 57, d.l. 24 aprile 2017, n. 50, noto come Decreto Correttivo, convertito poi con modificazioni dalla l. 21 giugno 2017, n. 96, il quale ha esteso il regime formale previsto per gli emittenti di quote di partecipazione tramite portali *on-line* a tutte le PMI, dato che le modifiche portate dalla Legge di Bilancio 2017 si concentravano sulla sola disciplina dell’*equity crowdfunding* incorporata nel t.u.f.<sup>209</sup>: è stata generalizzata a tutte le PMI costituite in forma di s.r.l. la facoltà di godere delle deroghe previste alla disciplina comune di diritto societario<sup>210</sup>.

Successivamente, è stato promulgato il d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112, intitolato “*Revisione della disciplina in materia di impresa sociale*”, il quale aggiunge un importante tassello nel processo di risistemazione della disciplina del Terzo settore<sup>211</sup>. L’art. 18, co. 8, ha portato ad una nuova riscrittura degli articoli del

---

<sup>207</sup> Art. 1, co. 70, lett. c), l. 232/2016.

<sup>208</sup> CUCCHIARATO, *L’equity crowdfunding dopo la Legge di Stabilità*, in *Riv. dir. banc.*, 2016, disponibile all’indirizzo <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/l-equity-crowdfunding-dopo-la-legge-di-stabilità-2017>.

<sup>209</sup> L’art. 57, co. 1, d.l. 57/2017, rubricato “*Attrazione per gli investimenti*”, dispone che: «all’articolo 26, commi 2, 5 e 6, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, le parole: “start-up innovative” e “start-up innovativa”, ovunque ricorrano, sono sostituite dalla seguente: “PMI”».

<sup>210</sup> MALTONI, RUOTOLO e BOGGIALI, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, Studio n. 101-2018/I, disponibile all’indirizzo <https://www.notariato.it/sites/default/files/101-2018-I.pdf>. Sulla s.r.l. nei mercati finanziari, v. COSSU, *L’uso della s.r.l. nell’intermediazione finanziaria non bancaria e nelle operazioni di finanza strutturata*, in *Scritti in onore di Ermanno Bocchini*, Milano, 2016, pp. 301 ss.

<sup>211</sup> La figura dell’impresa sociale ha fatto ingresso nel nostro ordinamento con il d.lgs. 155/2006, ora abrogato ai sensi dell’art. 19 del d.lgs. 3 luglio 2017, n. 3. La riforma del Terzo Settore è stata avviata con la l. delega del 6 giugno 2016, n. 106, “*Delega al Governo per la riforma del Terzo settore, dell’impresa sociale e per la disciplina del servizio civile universale*”. Allo stato attuale, il Governo vi ha dato attuazione con tre provvedimenti: il d.lgs. 3 luglio 2017, n. 111, “*Disciplina dell’istituto del cinque per mille dell’imposta sul reddito delle persone fisiche a norma dell’articolo 9, comma 1, lettere c) e d), della legge 6 giugno 2016, n. 106*”; il d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112, “*Revisione della disciplina in materia di impresa sociale, a norma dell’articolo 2, comma 2, lettera c) della legge 6 giugno 2016, n. 106*”; il d.lgs. 3 luglio 2017, n. 117, “*Codice del Terzo settore, a norma dell’articolo 1, comma 2, lettera b), della legge 6 giugno 2016, n. 106*”. In dottrina, *ex multis*: In dottrina: MARASÀ, *Appunti sui requisiti di qualificazione degli enti del terzo settore: attività, finalità, forme organizzative e pubblicità*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 3, pp. 671 ss.; QUADRI, *Il terzo settore tra diritto speciale e diritto generale*, in *Nuova giur. civ.*, 2018, 5, pp. 708 ss.; BOZZI, *Terzo settore: osservazioni a “prima lettura” su una riforma culturale prima*



t.u.f. in materia di *equity crowdfunding*, equiparando le imprese sociali alle PMI nella qualità di emittenti di strumenti finanziari tramite portali *on line*. La novità non è di poco momento. L'art. 1, co. 5 *-duodecies*, t.u.f. – aggiunto dallo stesso art. 18 – chiarisce che «per “imprese sociali” si intendono le imprese sociali ai sensi del decreto legislativo 3 luglio 2017, n. 112, costituite in forma di società di capitali o di società cooperativa»<sup>212</sup>. Dunque, esclusa la configurazione nelle forme delle società di persone o di enti regolati dal Libro I del codice civile, tutti i modelli societari, che operano nel settore *non profit*<sup>213</sup>, purché regolati secondo principi corporativi, possono accedere ai meccanismi dell'*equity crowdfunding*<sup>214</sup>, e dunque al sistema di gestione “dematerializzata” al di fuori del circuito della Monte Titoli. Ne restano escluse, tuttavia, le associazioni e le fondazioni, oltre naturalmente agli enti ecclesiastici<sup>215</sup>, i quali beneficiano dall'esonero alle procedure concorsuali<sup>216</sup>.

---

*che giuridica*, in *Contr. e impr.*, 2017, 4, pp. 1253 ss.; MOSCO, *L'impresa non speculativa*, in *Giur. comm.*, 2017, 2, pp. 216 ss.; PONZANELLI, *Terzo settore: la legge delega di riforma*, in *Nuova giur. civ.*, 2017, 5, pp. 726 ss.

<sup>212</sup> Cfr. art. 1 d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112.

<sup>213</sup> Cfr. art. 2 d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112.

<sup>214</sup> Tra le novità di spicco introdotte dal d.lgs. n. 112/2017 viene superato il divieto, posto dalla previgente normativa, di ogni forma di autodestinazione degli utili e avanzi di gestione allo svolgimento dell'attività statutaria o all'incremento del patrimonio sociale (art. 3, co. 1, d.lgs. n. 112/2017). In compenso, l'art. 3, co. 2, del detto decreto vieta la distribuzione anche indiretta di utili ed avanzi di gestione, fondi e riserve ai soci, lavoratori e collaboratori, amministratori e altri componenti degli organi sociali, ma prevede solo il diritto al rimborso del capitale effettivamente versato nel caso in cui l'ente sia costituito in forma societaria. La previsione, letta alla luce della disciplina dell'*equity crowdfunding*, sembra escludere che, nel caso in cui gli strumenti finanziari emessi da un'impresa sociale tramite portali *on line*, possa attribuirsi il diritto alla percezione di un rendimento, come avviene nei meccanismi di *work for equity* e *stock options* in favore dei collaboratori dell'ente. In generale sui metodi di finanziamento per gli enti del terzo settore, GRUMO, *Le misure di sostegno al finanziamento degli Enti del Terzo settore e delle imprese sociali previste dalla riforma: autofinanziamento, liberalità e finanziamenti*, in *Non profit paper*, 2017, 4, pp. 51 ss.

<sup>215</sup> Cfr. l'art. 1, co. 3, d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112, il quale dispone che: «agli enti religiosi civilmente riconosciuti le norme del presente decreto si applicano limitatamente allo svolgimento delle attività di cui all'articolo 2, a condizione che per tali attività adottino un regolamento, in forma di atto pubblico o scrittura privata autenticata, che, ove non diversamente previsto ed in ogni caso nel rispetto della struttura e delle finalità di tali enti, recepisca le norme del presente decreto. Per lo svolgimento di tali attività deve essere costituito un patrimonio destinato e devono essere tenute separatamente le scritture contabili di cui all'articolo 9». L'art. 4, co. 3, d.lgs. 3 luglio 2017, n. 117, noto come Codice del Terzo Settore, specifica che le relative disposizioni si applicano agli «enti religiosi civilmente riconosciuti». Sul relativo significato, v. PEREGO, *Gli «enti religiosi civilmente riconosciuti» nel Codice del Terzo settore. Prime considerazioni su una categoria soggettiva dai confini incerti*, in *Jus*, 2017, 3, pp. 483 ss.

<sup>216</sup> BETTETINI, *Enti religiosi, attività d'impresa e procedure concorsuali*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, pp. 577 ss.

Il comma 9 dell'art. 18, seppur non limitatamente al tema dell'*equity crowdfunding*, subordina in generale l'efficacia delle previsioni del relativo articolo al rilascio – ai sensi dell'art. 108, par. 3, TFUE – della previa autorizzazione da parte della Commissione Europea, richiesta dal Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali, la quale non risulta ancora pervenuta <sup>217</sup>.

L'impatto maggiore nella sistematica della disciplina nazionale dell'*equity crowdfunding* è stato causato dalla ricodificazione generale della disciplina dei mercati finanziari a seguito della promulgazione del d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129 in attuazione della direttiva MiFID II, Dir. 2014/65/UE. Sono plurimi i profili che a seguito della recezione della disciplina comunitaria sono mutati. Senza pretese di esaustività, basta per ora segnalare la riscrittura dell'art. 1, co. 5 -*novies*, t.u.f., il quale attualmente rinvia per la definizione delle piccole e medie imprese che accedono ai portali per la raccolta di capitali all'art. 2, paragrafo 1, lett. f), primo alinea del Reg. 2017/1129/UE <sup>218</sup>, in forza del quale sono considerate "PMI", ai fini del finanziamento tramite portali, le società che in base all'ultimo bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno uno dei requisiti da norma indicati, ossia che il numero medio dei dipendenti nel corso dell'esercizio non abbia superato le duecentocinquanta unità, o che lo stato patrimoniale non risulti superiore a quarantatre milioni di euro, o infine il fatturato netto annuale non sia superiore a cinquanta milioni di euro <sup>219</sup>. Ancora, è stato ampliato il novero dei soggetti che

---

<sup>217</sup> SENATO DELLA REPUBBLICA - CAMERA DEI DEPUTATI, *Disposizioni integrative e correttive del decreto legislativo 3 luglio 2017, n. 112, recante revisione della disciplina in materia di impresa sociale. Atto del Governo 19*, 19 marzo 2018, disponibile all'indirizzo <http://documenti.camera.it/Leg18/Dossier/Pdf/FI0008.Pdf>.

<sup>218</sup> REGOLAMENTO (UE) 2017/1129 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 14 giugno 2017, *Relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE*, disponibile all'indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R1129&from=EN>.

<sup>219</sup> Cfr. l'art. 1, co. 1, lett. w -*quater*, n. 1), che indica diversi requisiti dimensionali per delineare la categoria delle PMI con azioni quotate. La nozione di PMI è la tipica nozione relazionale, che permette di passare da un approccio ricostruttivo-interpretativo della disciplina dell'*equity crowdfunding* ad una valutazione *de jure condendo*: significa valutare il sistema non più rispetto alle singole disposizioni normative, bensì di esaminare le scelte in punto di diritto. Nella *communis opinio*, la nozione di PMI coincide con quella presente nella Raccomandazione n. 361/2003 della Commissione Europea, alla quale si lega la definizione di PMI innovativa, ex art. 4, d.lgs. n. 3/2015. Oltre ai tre parametri, nel testo citati, bisogna sottolineare che si tratta di una nozione costruita su base consolidata, in quanto impone di sommare i dati delle imprese del gruppo (controllate, controllanti ed associate); nozione che risente delle vicende delle partecipazioni se il 25% del capitale sia riferibile direttamente o indirettamente ad un ente pubblico. La definizione

possono ricoprire il ruolo di gestore di diritto dei portali, «(al)le Sim, (al)le imprese di investimento UE, (al)le imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, (a) i gestori di cui all'articolo 1, comma 1, lettera q *-bis*»<sup>220</sup>, limitatamente all'offerta di quote o azioni di Oicr che investono prevalentemente in piccole e medie imprese». Invece, per i gestori dei portali iscritti alla sezione ordinaria del registro Consob è stato imposto l'onere di stipulare una polizza assicurativa di responsabilità professionale che garantisca una protezione equivalente agli investitori (art. 50 *-quinquies*, co. 3, lett. e *-bis*), t.u.f.)<sup>221</sup>. La riscrittura dell'art. 100-*ter*, commi 2 *-bis* e seguenti, t.u.f., ha esteso il regime alternativo di circolazione delle quote a tutte le PMI<sup>222</sup>. Da questo ciclo di riforme, sono stati innovati anche i poteri affidati alla Consob. Il legislatore, nell'ambito dell'esercizio delle funzioni di vigilanza, ha riconosciuto alla Consob il potere di convocare gli amministratori, i sindaci e il personale dei gestori dei

---

presente nella Direttiva Bilanci usa parametri simili, ma non li calcola su base consolidata, ed inoltre non considera il fenomeno delle partecipazioni pubbliche. Il quadro si complica perchè la disciplina dell'*equity crowdfunding* adotta una nuova definizione di PMI, ripresa dal testo del Reg. n. 1129/2017. Vi è pertanto motivo di dubitare dell'idoneità dell'attuale disciplina a produrre effetti positivi senza avere un sostrato di certezza. L'opinione è di NOTARI, *Le S.r.l., PMI nel sistema dei modelli societari di diritto italiano*, Relazione tenuta al XXXII Convegno di studio su "Società a responsabilità limitata, piccole e medie impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?", Courmayeur, 14 – 15 settembre 2018.

<sup>220</sup> Secondo l'art. 1, co. 1, lett. q *-bis*) si deve intendere per «"gestore": la Sgr, la Sicav e la Sicaf che gestiscono direttamente i propri patrimoni, la società di gestione UE, il GEFIA UE, il GEFIA non UE, il gestore di EuVECA, il gestore di EuSEF e il gestore di ELTIF».

<sup>221</sup> La sottoscrizione di una assicurazione professionale è un requisito necessario per poter accedere al regime di esenzione facoltativa ai termini *ex art. 3*, direttiva MiFID II. L'articolo precitato, al comma 2, secondo alinea, dispone che lo Stato, in alternativa, può disporre che gli intermediari si dotino di un sistema di indennizzo degli investitori riconosciuto in conformità della direttiva 97/9/CE. La previsione ha trovato attuazione nella revisione del Regolamento Consob mediante delibera n. 20204/2017. Per l'effetto, è stato introdotto l'art. 7 *-bis*, rubricato "Requisiti patrimoniali dei gestori", il quale enuncia che è obbligatorio per il gestore del portale, al fine di ottenere l'autorizzazione, aderire ad un sistema di indennizzo a tutela degli investitori *ex art. 59* t.u.f., o in alternativa stipulare una polizza assicurativa dal valore di ventimila euro per ogni richiesta di indennizzo e dal valore globale di almeno un milione di euro per i gestori che compiono direttamente la verifica di appropriatezza, ai sensi dell'art. 13, co. 5 *-bis*, Reg. Consob, mentre è di cinquecentomila per tutti gli altri gestori. La perdita di uno dei requisiti patrimoniali imposti è causa di decadenza dell'autorizzazione alla gestione del portale, a meno che la provvista non venga ricostruita nel termine massimo di due mesi (co. 3). Per questa parte del regolamento, la Consob ha differito di sei mesi l'entrata in vigore rispetto alle restanti previsioni.

<sup>222</sup> Cfr. l'art. 100 *-ter*, co. 2 *-bis* ss., t.u.f., il quale recepirebbe le indicazioni del Regolamento Prospetto: Cfr. MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, p. 4, disponibile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/rivista/finanza/mercati-finanziari-e-regole-di-sistema/la-travagliata-evoluzione-normativa-dell-equity-crowdfunding>.

poratli (art. 50 -*quinquies*, co. 6, t.u.f.)<sup>223</sup>; in più, ha conferito delega all'*authority* per definire i piani di intervento al fine di rafforzare le *policy* in ambito di conflitti di interesse e di prevenzione al fenomeno c.d. *whistleblowing*<sup>224</sup>.

Ne è conseguito un'inevitabile e nuova revisione del Reg. Consob. La modifica introdotta dalla l. 232/2016 ha comportato la sottoposizione a nuova consultazione del Reg. 18592/2013, apertasi il 6 luglio 2017 e conclusasi in data 21 agosto 2017<sup>225</sup>. La modifica al Reg. Consob è stata poi resa effettiva con la delibera Consob del 29 novembre 2017, n. 20204, immediatamente seguita da una seconda delibera del 17 gennaio 2018, n. 20264<sup>226</sup>, le quali hanno dato attuazione alla moltitudine delle modifiche intervenute sulla fonte di rango primario, e in via transitiva, in sede comunitaria<sup>227</sup>.

---

<sup>223</sup> A livello regolamentare è stato riscritto l'art. 22, che nel testo ora vigente conferisce alla Consob, nei casi di necessità e di urgenza, il potere di disporre in via cautelare la sospensione dall'attività del gestore per un periodo non superiore a novanta giorni nel caso si presuma una violazione grave di legge o altre disposizioni. Cfr. art. 23 Reg. Consob.

<sup>224</sup> Cfr. art. 4 -*undecies*, t.u.f. Con riferimento al fenomeno del *whistleblowing*, il dovere di segnalazione di violazioni potenziali o effettive delle norme in tema di intermediazione e di vigilanza, già previsto per l'attività degli enti creditizi e delle imprese di investimento (art. 71 dir. n. 2013/36/UE), viene esteso anche ai soggetti che svolgono attività di intermediazione, pur se in regime esenzione *ex art. 3* dir. MiFID II. Di recente la Consob con la Delibera n. 20264 del 17 gennaio 2018 ha introdotto nel Reg. 18592/2013 l'art. 20 -*bis*, rubricato "*Procedure di segnalazione*". La delibera è disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino2018/d20264.htm>.

<sup>225</sup> Per una sintesi, cfr. CONSOB, *Documento di consultazione - Revisione del Regolamento n. 18592/2013 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*, pubblicato il 6 giugno 2017, disponibile all'indirizzo [http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni\\_concluse](http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_concluse).

<sup>226</sup> Rispettivamente, la delibera n. 20204/2017, pubblicata in G.U. n. 289 del 12 dicembre 2017 e in Consob, Bollettino quindicinale n. 12.1, dicembre 2017, è in vigore a decorrere dal 3 gennaio 2018, tranne che per le disposizioni relative all'adesione da parte del gestore ad un sistema di indennizzo ovvero alla stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale, in quanto per tale parte il regolamento entra in vigore trascorsi sei mesi dalla pubblicazione; mentre la delibera n. 20264/2018 è entrata in vigore alla data del 31 gennaio 2018, il giorno successivo alla sua pubblicazione in G.U. n. 24 del 30 gennaio 2018 e in Consob, Bollettino quindicinale n. 1.2, gennaio 2018.

<sup>227</sup> Tra i primi commenti in dottrina, v.: MACCHIAVELLO, *La travagliata*, cit., p. 20. L'A. sottolinea come la riforma della disciplina dell'*equity crowdfunding* vada nella direzione di accorciare le distanze con la disciplina dei servizi di investimento. V. altresì PORTOLANO, *Le modifiche alla normativa in materia di equity crowdfunding*, in *Rivista di diritto bancario*, 2018, disponibile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/le-modifiche-alla-normativa-materia-di-equity-crowdfunding>.

#### 5.4. Le novità della Legge di Bilancio del 2019.

La regolazione dell'*equity crowdfunding* non è rimasta indenne alla *maxi* manovra realizzata con la Legge di Bilancio 2019 <sup>228</sup>. Nonostante l'indubbia discutibilità della tecnica legislativa (un unico articolo per "soli" 1143 commi), l'aggiornamento dell'articolo 100 *-ter* t.u.f. con la scrittura del nuovo comma 1 *-ter* <sup>229</sup>, è da salutarsi con favore.

Il comma recita:

*«La sottoscrizione di obbligazioni o di titoli di debito è riservata, nei limiti stabiliti dal codice civile, agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob ed è effettuata in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio».*

La norma supera l'irrazionalità della regolazione denunciata da più parti nel corso del tempo e ammette all'offerta tramite portali *online* anche i titoli in capitale di credito, purché avvenga nel rispetto dei limiti quantitativi imposti dalle rispettive discipline di diritto comune e sia destinata ad investitori professionali o a particolari categorie di investitori. Inoltre, la negoziazione è condizionata alla predisposizione da parte del portale di un canale dedicato *ad hoc*. Da una prima lettura, quest'ultimo aspetto ma soprattutto la definizione dei requisiti individuanti le "particolari categorie di investitori" richiederanno una nuova modificazione dei termini del Regolamento Consob, non già un mero aggiornamento.

In termini di politica del diritto, l'introduzione della variante in *debt* del *crowdfunding* ha l'effetto di allineare la legislazione nazionale alla legislazione di molti stati europei, che prevedono una regolazione della relativa variante: non si può parlare di *goldplating* data l'assenza di una disciplina comune unionale sul *crowdfunding*, ma in termini sostanziali di certo la regolazione italiana del *crowdfunding* incideva negativamente sulle possibilità di finanziamento rispetto alla normativa di altri paesi.

---

<sup>228</sup> L. 30 dicembre 2018, n. 145 – G. U. Serie Generale n. 302 del 31 dicembre 2018 – Suppl. Ordinario n. 62.

<sup>229</sup> Il comma è stato inserito dall'art. 1, co. 238, della l. 30 dicembre 2018, n. 145.

Non vi è dubbio, tuttavia, che la novella abbia mutato la fisionomia e il ruolo delle piattaforme di negoziazione, da canale di rafforzamento patrimoniale a canale di incremento della leva finanziaria, imponendo una riflessione complessiva sui nuovi contorni dell'istituto, e non solo per quel che concerne la nomenclatura. Sinora si è parlato di *equity crowdfunding*, ragion per cui dalla stessa denominazione era possibile evincere il perimetro del fenomeno riservato ai soli titoli in capitale di rischio. Ora, la nuova previsione dell'art. 100 -ter ha abbattuto i vecchi confini e con la variante in *equity* convive quella in *debt*, affievolendo la tenuta stessa della denominazione “*equity crowdfunding*”.

Non pochi sono i problemi interpretativi sollevati dalla norma in commento. Anzitutto, non è chiaro se la possibilità di offrire in sottoscrizione obbligazioni e altri titoli di debito tramite portali sia riservata alle sole PMI che facciano *contestualmente* ricorso al medesimo canale per la raccolta di capitale di rischio, o al contrario sia del tutto indipendente da questa.

Potrebbe porsi addirittura il dubbio (dato il generico tenore del nuovo co. 1-ter), che l'offerta di obbligazioni o altri titoli di debito non sia riservata alle PMI agli soggetti indicati dal co. 1 dell'art. 100, ma possa essere effettuata da qualsiasi emittente. In quest'ultimo caso, essendo la normativa primaria e regolamentare a tutela dell'investitore applicabile in presenza di un'offerta di strumenti finanziari di cui al co. 1, si verrebbe a determinare una lacuna normativa, il che peraltro potrebbe giustificare la scelta di limitare dal punto di vista soggettivo gli investitori ammessi a sottoscrivere titoli di debito.

Altro problema è il coordinamento fra l'art. 100, co. 1 -ter, e l'art. 2483 c.c., in tema di titoli di debito emessi dalle s.r.l., poiché il novero dei potenziali sottoscrittori non coincide (“investitori professionali” e altre categorie eventualmente individuate dalla Consob, nel primo; “investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale”, nel secondo) e il richiamo ai limiti stabiliti dal codice civile non sembra sufficiente di per sé ad escludere la portata derogatoria della novella, creando così un potenziale *vulnus* in ipotesi di successiva cessione a terzi che non siano a loro volta investitori professionali (o soci dell'emittente).

Ulteriori dubbi sono suscitati dalla stessa genericità della nozione di “titoli di debito” di cui all’art. 2483 c.c. (nella quale si dubita possano essere ricomprese, ad es., le cambiali finanziarie), non necessariamente dotati dei caratteri (standardizzazione, fungibilità) necessari ai fini dell’offerta al pubblico, e dal coordinamento con la disciplina della dematerializzazione.

In questa sede non è possibile, tuttavia, andare oltre un primo inventario (per di più incompleto), anche in considerazione della necessità di attendere la modifica del regolamento da parte della Consob.

## CAPITOLO II

### LA REGOLAZIONE DELL'*EQUITY BASED CROWDFUNDING* NELL'ESPERIENZA COMPARATA

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Il *JOBS Act* e il *crowdinvesting*. – 3. *Le financement participatif*. – 4. *El crowdfunding de inversión*. – 5. *L'investment based crowdfunding* in UK. – 6. La risposta comunitaria al fenomeno *crowdfunding*.

#### 1. Premessa.

L'Italia è stata il primo Paese europeo a dare dignità normativa al fenomeno del *crowdfunding*, limitatamente alla variante dell'*equity based*. Il “pionierismo”<sup>1</sup> ha però risentito dell'assenza di un'esperienza legislativa vicina, sia sul versante geografico sia sul versante giuridico, contribuendo a rendere la normativa nazionale a tratti “balbettante”<sup>2</sup>.

Lo dimostrano il giro di carte fatto di riforme, consultazioni e revisioni regolamentari, che si sono susseguite dalla data di entrata in vigore del Decreto Crescita *bis*. Del travagliato *excursus* normativo è possibile dare una chiave di lettura in termini positivi, come testimonianza della reale fiducia che il legislatore ripone nel finanziamento per la piccola e media impresa tramite portali di *equity based crowdfunding*.

Innegabile incidenza, sulle sorti della legislazione nostrana, ha avuto anche l'assenza di una disciplina armonizzata di diritto unionale, volta a definire l'impalcatura normativa comune tra le varie legislazioni nazionali, che nel frattempo hanno preso forma.

Infatti, il fenomeno del *crowdfunding* è prima divampato nella prassi sociale e poi ha trovato progressiva sistemazione nei ranghi legislativi e regolamentari dei vari stati europei e non, come dimostra la figura sottostante<sup>3</sup>.

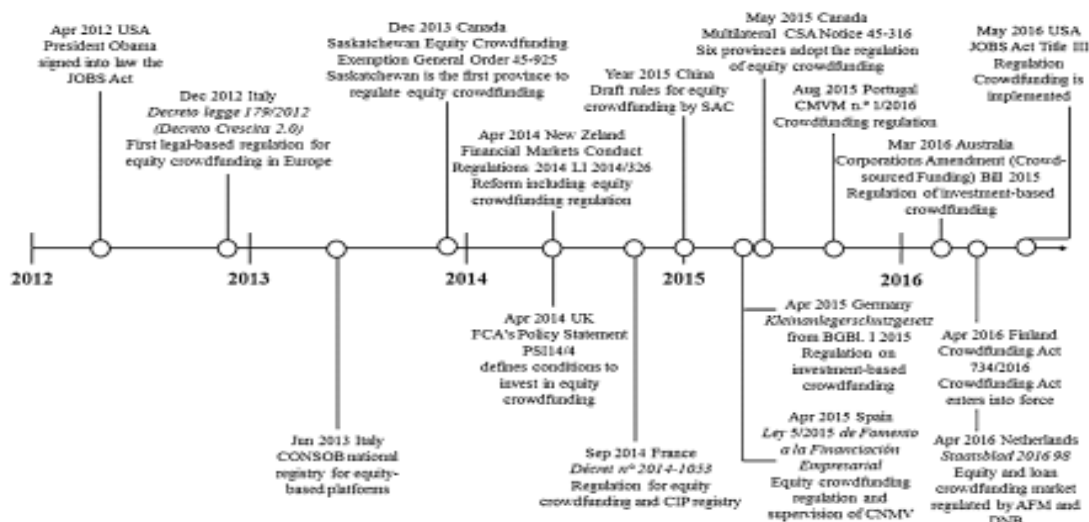
---

<sup>1</sup> FREGONARA, *Il restyling*, cit, p. 33.

<sup>2</sup> ROSSI, *Crowdfunding en Europe etude des models français en italien*, in *Nuovo dir. soc.*, 2015, p. 63.

<sup>3</sup> ROSSI e VISMARA, *What do a crowdfunding platforms do? A comparison between investment-based platforms in Europe*, in *Eurasian Bus. Rev.*, 2018, 96, disponibile all'indirizzo <https://link.springer.com/content/pdf/10.1007%2Fs40821-017-0092-6.pdf>.





La comparazione tra ordinamenti resta uno dei più efficienti strumenti a disposizione dell'interprete per poter ragionare sulle lacune e sui pregi degli istituti giuridici. Rispetto al *crowdfunding*, ad oggi, diversi sono gli Stati che offrono una copertura normativa alla materia <sup>4</sup>, ma essendo ancora in cantiere la regolazione europea, il sistema del finanziamento della folla resta geolocalizzato, normativamente distonico con il rischio di una “*regulation to the bottom*”.

Nei paragrafi a seguire, dopo l'analisi della regolazione americana del *crowdfunding*, verrà descritta la legislazione del *crowdfunding* in tre diversi stati della euro zona: Francia, Spagna e Regno Unito. In chiusura, sarà dedicato spazio all'evoluzione, ancora in atto, della disciplina comunitaria del *crowdfunding*.

<sup>4</sup> Tra i primi saggi editi su un raffronto comparato della regolazione dell'*equity crowdfunding*, si menziona HORNUF e SCHWIENBACHER, *Should Securities regulation Promote Equity Crowdfunding?*, 15 agosto 2016, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2412124> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2412124>; ALVISI, *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, 10, disponibile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/rivista/finanza/mercati-finanziari-e-regole-di-sistema/equity-crowdfunding-uno-sguardo-comparatistico>. Tra gli altri studi comparati: EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK (in association with Osborne Clarke), *Regulation of Crowdfunding in Germany, the UK, Spain and Italy and the Impact of the European Single Market*, 2013, disponibile all'indirizzo [http://www.osborneclarke.com/media/filer\\_public/51/b3/51b3007b-73aa-4b9a-a19d-380fcd6ff35/regulation\\_of\\_crowdfunding\\_ecn\\_oc.pdf](http://www.osborneclarke.com/media/filer_public/51/b3/51b3007b-73aa-4b9a-a19d-380fcd6ff35/regulation_of_crowdfunding_ecn_oc.pdf).

## 2. Il JOBS Act e il *crowdfunding*.

Il fenomeno dell'*equity based crowdfunding* ha origine nella legislazione statunitense<sup>5</sup>. Il 5 aprile 2012 entra in vigore la legge federale “*Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act*”, la quale segna una tappa fondamentale per il sistema finanziario statunitense, cambiando il regime della raccolta del capitale di rischio<sup>6</sup>. Prima del 2012, chiunque avesse voluto offrire *securities*<sup>7</sup> – indipendentemente dall’uso dei mezzi informatici – avrebbe dovuto rispettare gli stringenti vincoli dettati dal *Securities Act* del 1933 e dal *Securities Exchange Act*

---

<sup>5</sup> Del *crowdfunding*, tra le prime analisi comparse nella letteratura di settore si citano: IVANOV e KNYAZEVA, *U.S. securities-based crowdfunding under Title III of the JOBS Act*, 2017, disponibile all’indirizzo [https://www.sec.gov/dera/staff-papers/white-papers/28feb17\\_ivanov\\_knyazeva\\_crowdfunding-under-titleiii-jobs-act.html](https://www.sec.gov/dera/staff-papers/white-papers/28feb17_ivanov_knyazeva_crowdfunding-under-titleiii-jobs-act.html); NEHME, *The rise of crowd equity funding: where to now?*, in *International Journal of Law in Context*, 13,3, 2017, pp. 253 ss.; RIDLEY, *Will New Regulation on Crowdfunding in the United Kingdom and United States Have a Positive Impact and Lead to Crowdfunding Becoming an Established Financing Technique?*, in *Statute Law Review*, 2016, Vol. 37, No. 1, pp. 57 ss., disponibile all’indirizzo <https://doi.org/10.1093/slr/hmv026>; FOLLAK, *Crowdfunding in International Regulatory Frameworks*, in *Banking & Finance Law Review*, 2016, pp. 168 ss.; MOLLICK, *The dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study*, in *Journal of Business Venturing*, Volume 29, Issue 1, January 2014, pp. 1 ss., disponibile all’indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2088298> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2088298>; ZHENG, LI, WU e XU, *The role of multidimensional social capital in crowdfunding: A comparative study in China and US*, in *Information and Management*, 51(4), 2014, pp. 488 ss.; DORFF, *The Siren Call of Equity Crowdfunding*, September 13, 2013, disponibile all’indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2325634> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2325634>; FINK, *Protecting the Crowd and raising Capital Through the CROWDFUND Act*, in *90 U. Det. Mercy L. Rev.*, 1, 2013, pp. 1 ss.; SCHWANTZ, *Crowdfunding Securities*, in *88 Notre Dame L. Rev.*, 1457, 2013, pp. 1457 ss.; STEMLER, *The JOBS Act and crowdfunding: Harnessing the power – and the money – of the masses*, in *Business Horizons*, 2013, 56, pp. 271 ss., disponibile all’indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2463488>; WEINSTEIN, *Crowdfunding in the U.S. and Abroad: What to Expect When You’re Expecting*, in *Cornell International Law Journal*, 2013, pp. 428 ss., <http://scholarship.law.cornell.edu/cilj/vol46/iss2/6>; AHLERS, CUMMING, GÜNTHER e SCHWEIZER, *Signaling in Equity Crowdfunding*, 2013, disponibile all’indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2362340> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2362340>; RUBIN, *The JOBS Act: An Overview – What Every Business Lawyers Shold Know*, in *Business Law Today*, (May 2012), pp. 1 ss., disponibile all’indirizzo <https://www.jstor.org/stable/businesslawtoday.2012.05.02>.

<sup>6</sup> La promulgazione è il risultato di una lunga gestazione normativa, che prende le mosse in un clima di generale sfiducia degli investitori e di turbolenza nei mercati. Così, si sono susseguite diverse riforme, tra le altre il *Sarbanes-Oxley Public Company Accounting Reform* e l’*Investor Protection Act* del 2002, miranti entrambi a garantire la precisione e l’affidabilità della *corporate disclosure*, e, nel 2010, il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, destinato a promuovere la stabilità finanziaria attraverso la trasparenza dei mercati e la tutela dei consumatori contro gli abusi dell’industria e dei servizi finanziari. V. RUBIN, *The JOBS Act: An Overview - What Every Business Lawyer Should Know*, in *Business Law Today*, (May 2012), pp. 1 ss. disponibile all’indirizzo <https://www.jstor.org/stable/businesslawtoday.2012.05.02>.

<sup>7</sup> Sul regime della *disclosure* sugli strumenti finanziari nella regolazione americana v. MACLEOD HEMINWAY, *What is a Security in the Crowdfunding Era?*, *7 Oh. St. Enterpren. Bus. L.J.* 335, 2012, pp. 345 ss.

del 1934, al primo complementare <sup>8</sup>. Sulla scia del *JOBS Act*, ha origine il fenomeno del *crowdfunding*. Il termine è l'acronimo di “*Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure*”, il quale denomina il Titolo III del *JOBS Act*, noto *Crowdfund Act*, dedicato alla sua disciplina. Gli obiettivi perseguiti dal legislatore americano <sup>9</sup> – distinti ma ontologicamente connessi – sono sia la crescita occupazionale ed economica del Paese sia la facilitazione nell'accesso ai servizi di investimento per l'imprenditoria emergente, le c.d. *emerging growth companies* (EGC) <sup>10</sup>.

La scena resta quella dei mercati finanziari <sup>11</sup>. Infatti il *JOBS Act* non crea una nuova piazza per la vendita degli strumenti finanziari, come non designa un sistema complanare ai mercati di borsa. Invece, la legislazione allenta le misure

---

<sup>8</sup> Dopo la crisi del 1929 diventa necessario per le autorità statunitensi intervenire per disciplinare le attività e i servizi di investimento nell'offerta al pubblico, così delineando una normativa vincolistica con stringenti obblighi di informazione iniziale e periodica, e di registrazione – i *brokers* dovevano infatti registrarsi presso la SEC (*Security and Exchange Commission*) e il FINRA (*Financial Industry Regulatory Authority*). L'onerosità, sia a livello economico che in termini temporali, dava alla normativa sembianze di Giano Bifronte: se da un lato l'investitore era tutelato da una piena *disclosure*, dall'altro gli obblighi erano scoraggianti per l'impresa che avesse voluto far ricorso al mercato del capitale di rischio, soprattutto per le imprese *small size*.

<sup>9</sup> Sui diversi passaggi normativi che hanno portato all'emanazione finale del *JOBS Act*, JENG, *The JOBS Act: Rule 506, Crowdfunding, and the Balance between Efficient Capital Formation and Investor Protection*, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2238624> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2238624>.

<sup>10</sup> In un passaggio nella relazione con la quale il Presidente Barack Obama ha inaugurato la promulgazione del *JOBS Act* si legge: «*And for start-ups and small businesses, this bill is a potential game changer. Right now, you can only turn to a limited group of investors – including banks and wealthy individuals – to get funding. Laws that are nearly eight decades old make it impossible for others to invest. But a lot has changed in 80 years, and it's time our laws did as well. Because of this bill, start-ups and small business will now have access to a big, new pool of potential investors namely, the American people. For the first time, ordinary Americans will be able to go online and invest in entrepreneurs that they believe in*». OBAMA, *Remarks by the President at JOBS Act Bill Signing*, 5 aprile 2012, disponibile all'indirizzo <https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/2012/04/05/remarks-president-jobs-act-bill-signing>.

<sup>11</sup> Le operazioni in *crowdfunding* devono osservare le prescrizioni della legislazione di mercato in quanto rientrano nella fattispecie degli “*investment contracts*”, come definiti dalla Corte Suprema americana nel caso *SEC v. W. J. Howey Co.*: «*a contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party, is an investment contract subject to securities regulation*». In generale, sulle deroghe alla disciplina finanziaria intervenute dopo il *JOBS Act*, v. BURKETT, *A Crowdfunding Exemption? Online Investment Crowdfunding and U.S. Securities Regulation*, 13 *Transaction: Tenn. J. Bus. L.* 63, 2011, pp. 63 ss., disponibile all'indirizzo <https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.de/&httpsredir=1&article=1235&context=transactions>.

normative dettando condizioni più eque per le piccole e medie imprese <sup>12</sup>. La denominazione EGCs non designa una nuova categoria di emittenti, bensì è una qualifica che spetta a quelle imprese, che sulla base unicamente di un riscontro patrimoniale, hanno contabilizzato ricavi annui inferiori ad un miliardo di dollari <sup>13</sup>. Le principali misure di favore che la legislazione sul *crowdfunding* destina alle EGCs sono la limitazione alla presentazione di solo di due bilanci certificati richiesti per l'ammissione a quotazione ponderati su un arco temporale più breve <sup>14</sup>, e l'esonero dall'obbligo di certificazione, da parte dei revisori esterni, sull'attestazione degli amministratori sul sistema dei controlli interni <sup>15</sup>. Ancora, a sostegno della quotazione della imprenditorialità emergente, tra le misure di interesse si segnalano anche l'innalzamento dei requisiti per la qualificazione come *public company*, allargando maggiormente il diaframma per la

---

<sup>12</sup> Le principali deroghe colpiscono le *Rules* 504, 505 e 506 della *Regulation A* e le *Rules* della *Regulation D*. V., SIGAR, *Fret No More: Inapplicability of Crowdfunding Concerns in The Internet Age And The Jobs Act's Safeguards*, in *Administrative Law Review*, Vol. 64, No. 2, 2012, pp. 476 ss., disponibile all'indirizzo <https://www.jstor.org/stable/23317571>. V. altresì, WEINSTEIN, *Crowdfunding*, cit., pp. 431 ss.; BRADFORD, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, in *College of Law, Faculty Publications*. 119, 2012, pp. 42 ss., disponibile all'indirizzo <http://digitalcommons.unl.edu/lawfacpub/11>; HAZEN, *Crowdfunding or Fraudfunding - Social Networks and the Securities Laws - Why the Specially Tailored Exemption Must Be Conditioned on Meaningful Disclosure*, 90 *N.C. L. Rev.* 1735 (2012), pp. 1736 ss., disponibile all'indirizzo <https://scholarship.law.unc.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=4584&context=nclr>.

<sup>13</sup> Cfr. sec. 101 (b): «*Section 3(a) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c(a)) is amended [...] (2) by adding at the end the following: “(80) EMERGING GROWTH COMPANY – The term ‘emerging growth company’ means an issuer that had total annual gross revenues of less than \$1,000,000,000 (as such amount is indexed for inflation every 5 years by the Commission to reflect the change in the Consumer Price Index for All Urban Consumers published by the Bureau of Labor Statistics, setting the threshold to the nearest 1,000,000) during its most recently completed fiscal year. An issuer that is an emerging growth company as of the first day of that fiscal year shall continue to be deemed an emerging growth company until the earliest”*».

<sup>14</sup> Cfr. sec. 102 (b)(2): «*the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78m(a)) is amended by adding at the end the following: “In any registration statement, periodic report, or other reports to be filed with the Commission, an emerging growth company need not present selected financial data in accordance with section 229.301 of title 17, Code of Federal Regulations, for any period prior to the earliest audited period presented in connection with its first registration statement that became effective under this Act or the Securities Act of 1933 and, with respect to any such statement or reports, an emerging growth company may not be required to comply with any new or revised financial accounting standard until such date that a company that is not an issuer (as defined under section 2(a) of the SarbanesOxley Act of 2002 (15 U.S.C. 7201(a))) is required to comply with such new or revised accounting standard, if such standard applies to companies that are not issuers”*».

<sup>15</sup> Cfr. sec. 103: «*Section 404(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 (15 U.S.C. 7262(b)) is amended by inserting “other than an issuer that is an emerging growth company (as defined in section 3 of the Securities Exchange Act of 1934)” before “shall attest to”*».

sottoposizione agli obblighi regolamentari previsti dalla legislazione di mercato <sup>16</sup>, e l'esclusione dall'obbligo di registrazione presso la SEC delle offerte, qualora siano riservate alla sottoscrizione dei c.d. *accredited investors* <sup>17</sup>.

Nel sistema istituito dal *JOBS Act*, non sono presenti limitazioni di carattere generale per accedere alle operazioni di raccolta mediante *crowdfunding* <sup>18</sup> - anche le c.d. *potentially some larger business* sono ammesse <sup>19</sup> - ma vigono tre restrizioni tipiche. Primariamente, il *crowdfunding* è un sistema riservato alle imprese organizzate secondo la legge di uno Stato o secondo la legge federale degli U.S. o del Distretto della Columbia. Secondariamente, gli emittenti non possono essere soggetti all'obbligo di presentazione dei rapporti previsti dalla SEC ai sensi delle sezioni 13 o 15 del *Securities Exchange Act* del 1934. Infine, l'emittente non può essere una società di investimento prevista al §3 dell'*Investment Company Act* del 1940, o un soggetto escluso dalla definizione di società di investimento, come indicato dal § 3 (b) o 3(c) dello stesso documento <sup>20</sup>.

---

<sup>16</sup> Cfr. sec. 501: «*Section 12(g)(1)(A) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 781(g)(1)(A)) is amended to read as follows: "(A) within 120 days after the last day of its first fiscal year ended on which the issuer has total assets exceeding \$10,000,000 and a class of equity security (other than an exempted security) held of record by either – "(i) 2,000 persons, or "(ii) 500 persons who are not accredited investors (as such term is defined by the Commission), and"*».

<sup>17</sup> La sec. 201 modifica il Titolo 17 CFR (*Code of Federal Regulations*), par. 230.506. In dottrina, v. MARTIN, *The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles With the Demands of the Crowd*, 2012, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2040953> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2040953>.

<sup>18</sup> Le uniche limitazioni sono riservate agli intermediari finanziari ed emittenti, precedentemente registrati presso la SEC, e che hanno già dato corso ad un'offerta al pubblico. SANDRELLI, *Proposte regolamentari della SEC per facilitare l'accesso delle piccole imprese al mercato dei capitali*, in *Riv. soc.*, 2014, pp. 275 ss.

<sup>19</sup> PALMITER, *Pricing Disclosure: Crowdfunding's Curious Conundrum*, 7 *Entrepren. Bus. L.J.* 373, 2012, p. 391.

<sup>20</sup> Quest'ultima restrizione è finalizzata ad escludere che organismi di investimento collettivo privato, come il caso degli *hedge funds*, possano beneficiare del canale dell'investimento mediante *crowdfunding*. V., RUTLEGDE, *Overview of crowdfunding in the US*, in *Comp. Law.*, 2015, 36(8), 245. Cfr. sec. 4A(f), "Requirements with Respect to Certain Small Transactions". Unitamente, deve leggersi sec. 401.(2)(G): «(ii) *disqualification provisions under which the exemption shall not be available to the issuer or its predecessors, affiliates, officers, directors, underwriters, or other related persons, which shall be substantially similar to the disqualification provisions contained in the regulations adopted in accordance with section 926 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (15 U.S.C. 77d note)*».

La gestione dell'operazione di *crowdfunding* può spettare ad un *broker*<sup>21</sup> ovvero ad un *funding portals*<sup>22</sup>, soggetti di nuova creazione nell'ordinamento d'oltreoceano, ossia «*a person acting as an intermediary in a transaction involving the offer or sale of securities for the account of others*» in base alle esenzioni previste dalla normativa del *crowdfunding*, e che non: a) offra consulenza o formuli raccomandazioni sull'investimento; b) solleciti l'acquisto, la vendita e l'offerta di titoli presenti sul proprio portale; c) ricompensi dipendenti, agenti o soggetti terzi per aver promosso le attività vietate al precedente punto; d) trattenga o gestisca fondi degli investitori; e) o svolga altra attività vietata dalla SEC con proprio regolamento<sup>23</sup>.

I portali di *crowdfunding* occupano una posizione peculiare nel panorama degli intermediari finanziari. Infatti, pur funzionando secondo regole non dissimili da quelle che governano la materia dell'offerta al pubblico di sottoscrizione di titoli<sup>24</sup>, sono destinatari di peculiari obblighi di *due diligence* a tutela della figura dell'investitore *retail*<sup>25</sup>. Il gestore del portale è responsabile della predisposizione dell'*investor education*, un programma che guidi l'investitore in una scelta consapevole sull'investimento, e gli permetta, anche, di avere piena contezza delle caratteristiche dell'investimento e del proprio grado di propensione al rischio finanziario. Sempre nella prospettiva della salvaguardia dell'investitore, il gestore del portale è tenuto ad adottare una congrua *policy* sulla gestione e riduzione del

---

<sup>21</sup> Nella legislazione finanziaria americana il *broker* è definito come «*any person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others*», *Exchange Act* sec. 3(a)(4), 15 U.S.C. § 78c(a)(4). Diversamente un *dealer* è colui che «*is engaged in the business of buying and selling securities for such person's own account*», *Exchange Act* sec. 78c(a)(15). V., LIPTON, *Broker – Dealer Regulation*, New York, 2010, pp. 1 ss. Sulla gestione delle operazioni di *crowdfunding* da parte di un *broker*, v. BRADFORD, *Crowdfunding*, cit., pp. 51 ss. V. altresì, DARKE, *To Be or Not to Be a Funding Portal : Why Crowdfunding Platforms Will Become Broker-Dealers?*, in *10 Hastings Bus. L. J.*, 183 2013 – 2014, pp. 183 ss.

<sup>22</sup> Cfr. sec. 302 (a). Cfr., BARITOT, *Increasing Protection for Crowdfunding Investors Under The JOBS Act*, 13 U.C. *Davis Bus. J.* 259 2012-2013, pp. 271 ss.

<sup>23</sup> Cfr. sec. 304 (2).

<sup>24</sup> RUTLEGDE, *Overview*, cit., p. 245.

<sup>25</sup> Critico sul sistema del *crowdfunding* è Cohn, il quale ritiene che il nuovo meccanismo non sia in grado di assicurare una piena coscienza dell'investimento soprattutto nell'investitore *retail*, finanziariamente analfabeta, così come non sia efficace nell'abbattimento dei costi di registrazione. COHN, *The New Crowdfunding Registration Exemption: Good Idea, bad Execution*, in *64 Fla. L. Rev.*, 1433, 2012, pp. 1433 ss.



rischio di frode <sup>26</sup>, insito in questo genere di operazioni. In particolare, tra i dati che devono essere messi in chiaro, la SEC impone l'attestazione nominativa di coloro che, all'interno della compagine sociale, – funzionario o amministratore – detengono più del 20% delle *securities* in circolazione <sup>27</sup>. Con riguardo alla sfera dell'informazione, i portali devono rendere all'Autorità e agli investitori le informazioni concernenti l'offerta <sup>28</sup>, le quali devono essere fornite dall'emittente entro, e non oltre, ventuno giorni prima dal giorno di avvio dell'offerta sul portale <sup>29</sup>. Particolare pregnanza hanno le informazioni afferenti alla situazione patrimoniale e finanziaria dell'emittente, fornite secondo un sistema scalare: laddove tutti i titoli offerti in base alle regole di esenzione del *crowdfunding* nei precedenti dodici mesi ammontino ad una cifra inferiore o pari a centomila dollari, l'emittente deve fornire, ad investitori e SEC, una copia delle proprie dichiarazioni dei redditi relativi all'anno più recente e il bilancio certificato, completo e verificato per ogni profilo; se invece, l'ammontare è compreso tra i centomila e i cinquecentomila dollari, i precedenti documenti devono essere sottoposti all'esame di un revisore pubblico indipendente; se la cifra è superiore a cinquecentomila dollari, sono necessari i rendiconti finanziari certificati <sup>30</sup>.

---

<sup>26</sup> Inoltre, i portali di *crowdfunding* sono soggetti alle disposizioni in materia di *privacy* dettate dalla SEC, ed è tenuto ad adottare politiche e procedure in tema di antiriciclaggio, come previsto dal *Bank Secrecy Act. V.*, RUTLEGDE, *Overview*, cit., p. 246.

<sup>27</sup> Cfr. sec. 4A(a)(2), (3), (4), (5). Rispetto al portale, cfr. sec. 4.A(10), (11), che rispettivamente prevedono: «*not compensate promoters, finders, or lead generators for providing the broker or funding portal with the personal identifying information of any potential investor*»; «*prohibit its directors, officers, or partners (or any person occupying a similar status or performing a similar function) from having any financial interest in an issuer using its services*».

<sup>28</sup> I documenti informativi dell'emittente dovrebbero fornire indicazioni sugli assetti proprietari interni alla struttura societaria, sui soggetti titolari di una posizione di controllo per ogni classe di titoli, come le obbligazioni convertibili; informazioni sulle caratteristiche degli strumenti offerti tramite portale e le differenze con gli strumenti già sottoscritti; se ad essere oggetto di offerta sono strumenti di debito, ad esempio renderlo noti i termini, come il tasso di interesse o la data di scadenza; o istituendo sui diritti portati dalle *securities* e sulle modalità di esercizio. Cfr. RUTLEGDE, *Overview*, cit., 247.

<sup>29</sup> Cfr. sec. 106(e)(1). Tra le informazioni, che l'emittente è tenuto a fornire a fini di trasparenza, sono indicate: «*(A) the name, legal status, physical address, and website address of the issuer; (B) the names of the directors and officers (and any persons occupying a similar status or performing a similar function), and each person holding more than 20 percent of the shares of the issuer; (C) a description of the business of the issuer and the anticipated business plan of the issuer*» (sec. 4A(b)(1)).

<sup>30</sup> Cfr. sec. 4A(b)(D).

Nonostante il ruolo nevralgico svolto dal portale nell'operazione di investimento, l'emittente <sup>31</sup> resta l'unico soggetto responsabile civilmente delle informazioni false o fuorvianti, ovvero per le omissioni relative all'offerta pubblicata dal portale, a condizione che provi che il terzo ne fosse a conoscenza. L'emittente può altresì avvalersi della prova liberatoria se dimostra che, seppur abbia operato con la diligenza richiesta, le informazioni mendaci o lasche non erano conosciute o conoscibili <sup>32</sup>.

Nella legislazione statunitense non vi sono limitazioni di carattere oggettivo: possono essere oggetto di offerta tramite portali «*equity securities, debt securities, and debt securities convertible or exchangeable to equity interests, including any guarantees of such securities*». Propriamente si parla di *crowdfunding*. Le limitazioni sugli investimenti sono sempre imposte nella prospettiva della tutela dell'investitore <sup>33</sup>, regolate secondo franchigie: sono vincolati ad una soglia massima di investimento, nella misura di duemila dollari o del 5% del loro reddito o del patrimonio netto, se i detti valori sono inferiori ai centomila dollari; mentre se il reddito e il patrimonio netto sono pari o superiori a centomila dollari, i valori si alzano fino ad un massimo complessivo di centomila dollari o del 10% del capitale investibile <sup>34</sup>. Al gestore del portale è vietato trattenere somme ovvero gestirle o possederle per conto degli investitori. Infatti, è imposto che le somme ricevute debbano confluire all'interno di un conto indisponibile aperto con l'offerta, le quali saranno liberate in favore dell'emittente se, conclusa la campagna di raccolta, si sia raggiunto, o meglio superato, il *plafond* inizialmente

---

<sup>31</sup> Per tale si intende: «*any person who is a director or partner of the issuer, and the principal executive officer or officers, principal financial officer, and controller or principal accounting officer of the issuer (and any person occupying a similar status or performing a similar function) that offers or sells a security in a transaction exempted by the provisions of section 4(6), and any person who offers or sells the security in such offering*» (sec. 4A(d)).

<sup>32</sup> Cfr. sec. sec. 4A(c)(2)(A)(B). Sull'essenzialità della *disclosure* nell'offerta di strumenti finanziari in operazioni di *crowdfunding*, come fattore capace di influenzare le scelte della folla, MACLEOD HEMINWAY, *Investor and Market Protection in The Crowdfunding Era: Disclosing to and for The Crowd*, 38 *Vt. L. Rev.* 827 (2014), *University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 242*, pp. 827 ss, disponibile all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2435757](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2435757).

<sup>33</sup> I limiti annuali e individuali di investimento sono stati coordinati con le previsioni del Senate Bill 1970. HAZEN, *Crowdfunding or Fraudfunding?*, cit., p. 1753.

<sup>34</sup> sec. 302 (a)(6)(A),(B),(C),(D). Cfr. SEC, *Investor Alerts and Bulletins. Updated Investor Bulletin: Crowdfunding for investors*, 10 maggio 2017, disponibile all'indirizzo [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib\\_crowdfunding-.html](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_crowdfunding-.html).



prefissato <sup>35</sup>. Rispetto alla disciplina dell'investimento, due sono le peculiarità da segnalare: *in primis*, all'investitore è fatto divieto di dismettere l'investimento per un anno decorrente dalla data di acquisto, a meno che il destinatario sia l'emittente stesso, un *accredited investor*, ovvero un membro della famiglia dell'acquirente o altro soggetto che si trovi in una situazione ritenuta equivalente dalla SEC <sup>36</sup>; a differenza della legislazione nazionale, non è riconosciuto all'investitore *retail* un diritto di accodamento in caso di vendita della partecipazione di controllo <sup>37</sup>, ma il diritto di recesso dall'offerta se le oscillazioni di mercato hanno inciso considerevolmente sul prezzo inizialmente fissato per la sottoscrizione delle *securities* (c.d. *dynamics pricing*) <sup>38</sup>.

Le novità della normativa americana targata *JOBS Act*, e poi recepite con le modifiche agli atti legislativi che disciplinano il mercato finanziario, non sono divenute immediatamente operative, poiché le varie previsioni sono state formulate a titolo di proposta e sono entrate in vigore a notevole distanza di tempo <sup>39</sup>. Infatti la Commissione ha adottato la *Regulation Crowdfunding* solo nell'ottobre 2015 <sup>40</sup>, poi entrata in vigore da maggio 2016 <sup>41</sup>. Fino a tale momento per i portali di *crowdfunding* non era possibile avvalersi della copertura della legge federale, ma unicamente di leggi statali che avevano normato il fenomeno al proprio interno <sup>42</sup>. Seppur sia stata la matrice che ha ispirato la formazione della

---

<sup>35</sup> sec. 304 (b)(80)(D).

<sup>36</sup> Sec. 4A (e)(1). La *ratio* è evitare che una rivendita, troppo ravvicinata nel tempo, e per un prezzo ribassato, possa pregiudicare il procedimento di raccolta del capitale di rischio.

<sup>37</sup> HORNUF e SCHWIENBACHER, *Crowdinvesting - Angel Investing for the Masses?*, in *Handbook of Research on Venture Capital: Volume 3. Business Angels*, 2014, p. 8, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2401515>.

<sup>38</sup> sec. 4A (b)(1)(G).

<sup>39</sup> MITRA, *The Role of Crowdfunding in Entrepreneurial Finance*, in *Delhi Business Review* X Vol. 13, No. 2 (July – December 2012), p. 70.

<sup>40</sup> SEC, *SEC Adopts Rules to Permit Crowdfunding. Proposes Amendments to Existing Rules to Facilitate Intrastate and Regional Securities Offerings*, 2015-249, disponibile all'indirizzo <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-249.html>.

<sup>41</sup> SEC, *Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers*, disponibile all'indirizzo <https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm>. V. altresì, SEC, *Final Rule*, disponibile all'indirizzo <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>.

<sup>42</sup> Tra gli Stati che si sono dotati di una legge interna sul *crowdfunding*, si annoverano il *New Jersey*, “*Governement Crowdfunding Act*”, 2014; il *Colorado*, “*Colorado Crowdfunding Act*”, 2015; l'*Oklahoma*, “*Oklahoma Intrastate Crowdfunding Exemption*”, 2015. Altri stati invece hanno introdotto disposizioni aggiuntive alle legislazioni interne di mercato come il caso della *Florida*, del *Wisconsin*, *Wyoming*. V., ABRAHMS, *Securities Crowdfunding: more than Family, Friends, and Fools?*, in *University of Chicago Booth School of Business 5807 S Woodlawn Ave Chicago, IL USA 60637*, pp. 1 ss., disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2902217>.

legislazione italiana, allo stato dei fatti, quest'ultima è stata la prima regolazione sul *crowdfunding* a divenire effettivamente vigente.

### 3. *Le financement participatif.*

La disciplina nazionale francese del *crowdfunding*, o anche *financement participatif*<sup>43</sup>, è stata introdotta con la *Loi 2014-1 du 2 janvier 2014 habilitant le Gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises*<sup>44</sup>. Il governo ha dato seguito, con l'*Ordonnance n. 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif*, con la quale ha fatto ufficialmente ingresso anche nell'ordinamento francese il *crowdfunding*, poi raffinata con il *Décret d'application n. 2014-1053*

---

<sup>43</sup> «L'utopie n'est pas chimère, imaginaire ne signifie pas impossible [...] L'utopie, c'est déjà maintenant, avec la réalité de l'essor de l'internet [...] Le crowdfunding, financement participatif, est une utopie réalisée. Internet permet de mobiliser les foules pour lever des fonds propres et financer ainsi des projets en échange d'une prise de participation au capital. Cette souscription populaire, qui n'est pas nouvelle, s'inscrit aujourd'hui dans cet essor numérique et connaît un véritable engouement»: BURY, *L'utopie participative, quelle réalité?*, in *Gazette du Palais*, 2013, p. 103. Nella letteratura giuridico-economica francese, tra gli studi editi si segnalano: LEGEAIS, *Ubérisation du crédit: la réglementation du crowdfunding*, in *Dalloz*, 2017, 3, pp. 148 ss.; FIGUET, *Le crowdfunding en France: bilan et perspectives économiques*, in *Droit et Patrimoine*, 2017, pp. 270 ss.; HARRIET, ABDOUNE e BENTEBBAA, *La perception de l'equity crowdfunding par les dirigeants de PME en France*, in *Revue Management&avenir*, 2017, 93, pp. 15 ss.; LIGNEUL, *Le financement participatif de l'access au droit: entre régulation financière et régulation juridique*, in *Petit affiches*, 2016, 260, pp. 3 ss.; DARDOUR, *La gestion du risque par les opérateurs de «crowdfunding» d'entreprise*, in *Recherches en Sciences de Gestion-Management*, 2015, 107, pp. 45 ss.; MARTINAT, *C comme...- Crowdfunding*, in *Juris associations*, 2015, 521, pp. 50 ss.; PANDO, *Le crowdfunding bientôt doté d'un cadre juridique spécifique*, in *Petit affiches*, 2014, 45, pp. 3 ss.; LASSERRE CAPDEVILLE, *Les incidentes sur le monopole bancaire et le monopole des prestataires de services de paiement de l'ordonnance sur le financement participatif*, in *Gazette du Palais*, 2014, 261, pp. 5 ss.; GRANIER, *L'ordonnance n. 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif*, in *Bulletin Joly Sociétés*, 2014, 12, pp. 740 ss.; CHAVANET, *Financement participatif: un projet d'encadrement juridique prometteur*, in *Revue banque*, 2014, 771, pp. 60 ss.; LE FUR, *Le crowdfunding, une première étape dans la réglementation?*, in *Juris art*, 2014, 19, p. 14; MAALAOUÏ e CONREAUX, *Crowdfunding: Les ces du financement participatif*, Paris, 2014.

<sup>44</sup> L'articolo 1, co. 3, della legge nel testo contiene la delega al Governo per la disciplina della materia, e recita: «Dans les conditions prévues à l'article 38 de la Constitution, le Gouvernement est autorisé à prendre par ordonnances toute mesure relevant du domaine de la loi afin: [...] De favoriser le développement du financement participatif dans des conditions sécurisées, notamment en: a) Créant un statut de conseiller en investissement propre au financement participatif ainsi que les conditions et obligations qui s'y attachent; b) Adaptant au financement participatif le régime et le périmètre des offres au public de titres financiers par les sociétés qui en bénéficient et en modifiant le régime de ces sociétés en conséquence; c) Etendant au financement participatif les exceptions à l'interdiction en matière d'opérations de crédit prévue à l'[article L. 511-5 du code monétaire et financier](#)». Il documento legislativo è consultabile all'indirizzo <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000029008408&categorieLien=id>.

du 16 septembre 2014<sup>45</sup> relative au financement participatif<sup>46</sup>, entrato in vigore il successivo primo ottobre<sup>47</sup>.

La normativa francese, a differenza dell'esperienza legislativa italiana, non trascura anche le altre varianti di *crowdfunding*<sup>48</sup>: il primo titolo dell'*Ordonnance* è dedicato alla disciplina del *crowdfunding* con sottoscrizione di azioni ordinarie o obbligazioni a tasso fisso<sup>49</sup> non ancora ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato o un SMN, per le quali crea lo statuto del *Conseillers en investissements participatifs* (CIP)<sup>50</sup>; il titolo secondo, invece, concerne le *financement participatif sous forme de prêts (avec ou sans intérêt) ou de dons*. Per queste fattispecie di raccolta, l'*Ordonnance* crea la diversa variante d'*intermédiaires en financement participatif* (IFP)<sup>51</sup>.

Limitando l'esame alla sola disciplina dell'*equity crowdfunding*, è di pronta evidenza come l'approccio francese sia stato maggiormente ragionato – non è mancato il contraddittorio tra il potere legislativo, l'organo esecutivo e le autorità

---

<sup>45</sup> Consultabile all'indirizzo: <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000029463569&categorieLien=id>

<sup>46</sup> Per un primo commento, v. CHAVANET, *La publication du décret relatif au financement participatif parachève le dispositif français du crowdfunding*, in *Revue Lamy droit des affaires*, 2014, pp. 99 ss.

<sup>47</sup> L'opportunità di tipizzare questo nuovo meccanismo di finanziamento è nella mente del legislatore francese già da prima delle date indicate, quando nel 2013 vengono coinvolte le autorità del mercato, L'*Autorité de contrôle prudentiel et de résolution* (ACPR) e L'*Autorité des marchés financiers* (AMF), a lanciare di concerto una consultazione pubblica sul *crowdfunding*. V. il documento di consultazione pubblica del 30 settembre 2013, consultabile all'indirizzo <https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/20130930-cp-financement-participatif.pdf>. La consultazione è stata preceduta dalla pubblicazione: AMF, *Guide du financement participatif (crowdfunding) à destination des plates-formes et des porteurs de project*, consultabile all'indirizzo <http://lovepme.fr/presse/amf-guide-crowdfunding-investir-entreprises.pdf>. Per una analisi completa dei termini dell'*Ordonnance du 30 mai 2014*, v. MOULIN, *Régulation du crowdfunding: de l'ombre à la lumière*, in *BJB juill.-août*, 2014, p. 356.

<sup>48</sup> ROSSI, *Crowdfunding*, cit., pp. 62 ss.

<sup>49</sup> Art. D547-1, CMF. Sono escluse ai sensi di legge l'emissione tramite portali di azioni senza diritto di voto. Infatti, il *Décret n. 2016-1453 du 28 octobre 2016* annovera solamente le azioni con diritto di voto pieno o quanto meno proporzionale alla quota di capitale sottoscritto, ed ammette alla negoziazione sui portali delle obbligazioni convertibili. *Ex multis*, MOULIN, *Financement participatif*, in *LexTenso*, 2017, pp. 1 ss.

<sup>50</sup> È stato introdotto nel CMF, *Code monétaire et financier*, il Libro V, *Prestataires de services*, il Titolo IV, *Autres prestataires de services*, Capitolo VII, *Les conseillers de investissements participatifs*.

<sup>51</sup> Art L548-1 ss., CMF. In dottrina: BARSAN, *La régulation des plateformes de financement participatif*, in *Droit et Patrimoine*, 2017, pp. 274 ss.; STORCK, *Les nouveaux statuts français de conseillers en investissement participatif et d'intermédiaires en financement participatif*, in *Revue Le Lamy Droit des Affaires*, 2015, p. 106; KEITA, *Un cadre juridique pour le financement participatif*, in *Petites affiches*, 2014, 178, pp. 7 ss.

di settore – ma all’esito la disciplina si muove prevalentemente da una fonte di rango primario <sup>52</sup>.

L’art. 1, co. 1, dell’*Ordonnance* introduce nel *Code monétaire et financier* (in poi CMF), l’art. L. 547-1, recante, al comma 1, la definizione di *Conseillers en investissements participatifs* (CIP), quali «*les personnes morales exerçant à titre de profession habituelle une activité de conseil en investissement mentionnée au 5 de l’article L. 321-1* <sup>53</sup> portant sur des offres de titres de capital et de titres de créance définies par décret. Cette activité est menée au moyen d’un site internet remplissant les caractéristiques fixées par le règlement général de l’*Autorité des marchés financiers*».

La creazione di uno statuto specifico per i gestori CIP <sup>54</sup>, che si giustappone al paradigma classico del *prestataire de services d’investissement* (PSI) <sup>55</sup> nei mercati regolamentati, è ispirato dalla volontà di disegnare una disciplina spogliata dalle condizioni gravose previste per gli intermediari finanziari, sia nell’accesso, in quanto richiederebbe l’autorizzazione dell’*Autorité des marchés financiers* (AMF) <sup>56</sup>, che nei modi di esercizio, in quanto limiterebbero lo sviluppo di una rete finanziaria di *crowdfunding* <sup>57</sup>. Non è impedito, ai sensi di

---

<sup>52</sup> LE FUR, *Le crowdfunding: le cadre juridique national et le futur cadre européen*, in *Droit et Patrimoine*, 2017, p. 274. L’A. analizza il quadro giuridico nazionale del *crowdfunding* e rintraccia la presenza di lacune, alcune apparenti, relative ai problemi quali il compenso spettante alle piattaforme, la trasparenza, i conflitti di interesse, che sono colmate attraverso il diritto comune (disciplina dell’intermediazione e istituto del mandato): la “riparazione” della legge speciale, pertanto, ha luogo attraverso il diritto comune. Altre lacune, per contro, sono reali, come nel caso del *crowdfunding* donativo, contrassegnato da una regolamentazione insufficiente. L’A. evidenzia come l’alea di un atto donativo spesso sia maggiore di quella annessa a un atto oneroso. Altre carenze sono rintracciate nell’assenza di una distinzione tra classi di investitori, a cui corrispondere altrettanti gradi di tutela; nella mancata previsione di un’azione di classe per gli investitori, nonché di un’adeguata delimitazione delle relazioni tra questi e la piattaforma (v. attraverso la struttura del *club* o della *holding*).

<sup>53</sup> L’articolo elenca quali sono i servizi di investimento riconosciuti.

<sup>54</sup> Per un maggiore approfondimento, v. LE FUR, *Enfin un cadre juridique pour le crowdfunding, une première étape dans la réglementation*, in *Recueil Dalloz*, 2014, pp. 1831 ss.

<sup>55</sup> Artt. L531-1 – L531-2, CMF.

<sup>56</sup> [Artt. L532-1 – L532-4](#), CMF.

<sup>57</sup> La dottrina ha definito “ridondanti” queste regole aggiuntive: STUCKI, *Financer une entreprise par le crowdfunding, les nouvelles règles du crowdfunding*, Paris, 2017, p. 123.

legge, che una società PSI possa offrire anche i servizi di un gestore dei portali, CIP, a condizione però che si conformi al relativo statuto normativo <sup>58</sup>.

Tra le preliminari condizioni poste ai CIP <sup>59</sup>, vi è l'obbligo di sottoscrizione di un contratto di assicurazione sulla responsabilità professionale <sup>60</sup> accompagnato dalla adesione ad un'associazione professionale riconosciuta dall'AMF per rappresentatività e soddisfacimento dei requisiti di operatività posti dal regolamento generale dell'AMF stessa <sup>61</sup>. Nel caso in cui l'associazione respinga la richiesta di adesione, la valutazione è rimessa in secondo grado alla stessa AMF: essa esaminerà la domanda in base alle competenze professionali dei soggetti preposti alla gestione o all'amministrazione <sup>62</sup>, oltre che rispetto alla conformità delle politiche interne adottate in tema di buona condotta e di organizzazione a quelle previste dall'*authority* <sup>63</sup>.

Le differenze con il regime del PSI sono plurime, ma una di queste concerne la diversa disciplina dell'informazione. Il PSI è tenuto a sottoporre gli investitori ad un *test* di adeguatezza, attraverso il quale saggiare se il soggetto ha cognizione

---

<sup>58</sup> [Art. L533-22-3](#), CMF. In dottrina, BARSAN, *Le régulation des plateformes de financement participatif*, in *Droit et Patrimoine*, 2017; GRANIER, *Le statut des plateformes de souscription de titres financiers*, in *Bulletin Joly Sociétés*, 2014, 12, pp. 750 ss.

<sup>59</sup> Al fine di poter essere iscritto presso l'ORIAS, *Organisme pour le Registre Unique des Intermédiaires en Assurance*.

<sup>60</sup> GIRARD e DEFFAINSCRAPSKY, *Les mécanismes de gouvernance disciplinaires et cognitifs en Equity Crowdfunding: Le cas de la France*, in *Finance Contrôle Stratégie*, 2016, 19, pp. 3 e 5. La modifica apportata dall'art.11 de l'Ordonnance du 1er décembre 2016 sul testo dell'art. 548-2, c. 2, CMF, estende anche alle piattaforme di *donation based* l'obbligo di sottoscrizione di una polizza assicurativa professionale. La previsione introdotta rientra tra le misure a prevenzione dei reati di riciclaggio e di finanziamento al terrorismo. BRETON, *Financement participatif: assurance de responsabilité civile professionnelle des Intermédiaires*, in *LegalNews*, 28 febbraio 2017.

<sup>61</sup> Art. L547-4, CMF. In dottrina, DEBBICH e RAMEIX, *Nouvelles Technologies et protection des épargnants: L'action de l'AMF*, in *Revue d'économie financière*, 2015, 120, pp. 155 ss.

<sup>62</sup> Art. 325-33 *Règlement général de l'AMF*: «*Les personnes physiques ayant le pouvoir de gérer ou d'administrer la personne morale exerçant l'activité de conseiller en investissements participatifs justifient auprès de l'association, préalablement à leur adhésion, d'un niveau de compétence professionnelle: Soit d'un diplôme national sanctionnant trois années d'études supérieures adapté à l'activité de conseil mentionnée au I del'article L. 547-1 du code monétaire et financier; Soit d'une formation professionnelle adaptée à l'activité de conseil mentionnée au I de l'article L. 547-1 du code monétaire et financier ; - Soit d'une expérience professionnelle ou associative d'une durée de deux ans dans des fonctions liées à l'activité de conseil mentionnée au I de l'article L. 547-1 du code monétaire et financier ou à l'activité mentionnée au 3° de l'article L. 321-2 du même code, cette expérience ayant été acquise au cours des cinq années précédant leur entrée en fonctions. L'association apprécie l'adéquation des compétences aux activités projetées ainsi que la capacité du candidat à respecter l'ensemble des règles de bonne conduite et des règles d'organisation qui leur sont applicables*».

<sup>63</sup> STUCKI, *Financer une entreprise*, cit., p. 133.

dell'oggetto dell'offerta, dei rischi connessi all'investimento, e della propria capacità finanziaria <sup>64</sup>, e, nell'eventualità, guidare il cliente offrendo un servizio di consulenza finanziaria <sup>65</sup>. Questo rapporto individuale con il cliente-investitore si viene a perdere nel caso dei CIP: l'intermediazione di quote di partecipazione tramite *internet* si apre ad una moltitudine di micro investimenti, la quale rende difficile una gestione su base individuale. Infatti, conformemente al regolamento generale dell'AMF, la piattaforma per poter essere immatricolata nell'attività di CIP, oltre a dover condurre – al pari di un PSI – il *test* di adeguatezza sui clienti, deve strutturare la sottoscrizione dell'offerta attraverso un sistema ad accesso progressivo. Questo meccanismo permette una maggiore ponderazione della sottoscrizione da parte dell'investitore *retail* e al contempo lo mette in guardia dal rischio di illiquidità e di perdita del capitale <sup>66</sup>.

Con specifico riferimento alla disciplina dell'informazione, la piattaforma è obbligata a pubblicare sul proprio sito *web* i criteri seguiti per la selezione dei progetti, i tassi di insolvenza sulle iniziative finanziate negli ultimi tre anni, oltre

---

<sup>64</sup> Cfr. Art. L. 533-13-1, CMF.

<sup>65</sup> Cfr. Art. 314-51 *Règlement général de l'AMF*.

<sup>66</sup> Sul dovere di trasparenza dell'informazione, cfr. l'art. 547-9, c. 5-7, CMF, il quale prevede che: «*Mettre en garde les clients ou clients potentiels des risques auxquels ils s'exposent notamment les risques de perte en capital et les risques de défaillance de l'émetteur lorsqu'ils réalisent des offres de minibons mentionnés à l'article L. 223-6, avant de leur donner accès au détail des offres sélectionnées; Se procurer auprès de leurs clients ou de leurs clients potentiels, avant de fournir un conseil mentionné au I de l'article L. 547-1, les informations nécessaires concernant leurs connaissances et leur expérience en matière d'investissement en rapport avec le type spécifique de titre, leur situation financière et leurs objectifs d'investissement, de manière à s'assurer que l'offre proposée est adaptée à leur situation. Lorsque les clients ou les clients potentiels ne communiquent pas les informations requises, l'offre ne peut pas être considérée comme adaptée à leur situation. Lorsque les conseillers en investissements participatifs fournissent le conseil mentionné au I de l'article L. 547-1, ils doivent également se procurer, auprès de leurs clients ou de leurs clients potentiels, les informations nécessaires concernant leur capacité à subir des pertes et leur tolérance au risque de manière à pouvoir leur recommander les titres adéquats et, en particulier, adaptés à leur tolérance au risque et à leur capacité à subir des pertes. Lorsque le conseil mentionné au I de l'article L. 547-1 conduit à recommander une offre groupée au sens de l'article L. 533-12-1, les conseillers en investissements participatifs veillent à ce que l'offre groupée dans son ensemble corresponde aux besoins de leurs clients; Communiquer en temps utile aux clients des informations appropriées en ce qui concerne le conseiller en investissements participatifs et ses activités, la nature des prestations fournies aux émetteurs de titres et les frais s'y rapportant, notamment la tarification de leurs prestations, la nature juridique et l'étendue des éventuelles relations entretenues avec les émetteurs, ainsi que toutes les informations utiles à la prise de décision par ces clients*». I citati commi sono da leggersi in combinato disposto con l'art. 325-35, *Règlement général de l'AMF*.



alle condizioni contrattuali praticate nei confronti degli investitori *retail* <sup>67</sup>. Tuttavia è l'emittente l'unico responsabile del merito dell'informazione, mentre al CIP è rimessa la sola verifica formale della coerenza e chiarezza delle informazioni ricevute.

Le peculiari cautele si spiegano, perché, anche nell'ordinamento francese, l'offerta tramite portali opera in regime di esenzione dall'obbligo del prospetto <sup>68</sup>.

---

<sup>67</sup> MOULIN, *Régulation du crowdfunding: de l'ombre à la lumière*, cit., 356 ss.; P. H. CONAC, *Entrée en vigueur du nouveau régime français du financement participatif (crowdfunding)*, in *Revue des sociétés*, 2015, pp. 60 ss.

<sup>68</sup> Cfr. art. 412-1, CMF, sulla disciplina del prospetto informativo. L'*Ordonnance du 30 mai 2014*, come modificato l'art. 411-2, CMF, ha esonerato dall'obbligo del prospetto le OPTF (*offre au public de titres financiers*) il cui *plafond* richiesto sia al di sotto della soglia di un milione di euro. A tale condizione, l'offerta tramite portale (seppur non immessa in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione) sfugge all'obbligo del prospetto, ma ciò non esenta comunque l'emittente dal dovere di fornire alcune informazioni, generalmente attraverso un documento redatto in forma sintetica e scaricabile dal sito del portale, ovvero in alternativa con la messa a disposizione del *business plan*. Attualmente, per effetto del sopraggiunto *Décret du 28 octobre 2016* n. 1453, la soglia di esonero dall'obbligo di redazione del prospetto informativo è stata innalzata a 2,5 milioni di euro, a condizione che la parte di offerta che ecceda la soglia del milione di euro non si riferisca a titoli azionari rappresentativi di più della metà del capitale sociale dell'emittente. In dottrina, ATTARD, *Le financement participatif par souscription de titres*, in *Petit affiches*, 2015, 12, p. 4: «*Les différentes informations devant être communiquées aux investisseurs potentiels ont été précisées par l'article 217-1 du RGAMF, complété par une instruction de l'AMF. Le document devant être publié doit, en premier lieu, rappeler que l'offre ne donne pas lieu à un prospectus soumis au visa de l'AMF. Il doit ensuite comporter deux types de mentions. Les premières sont relatives aux modalités de la souscription et aux différents frais facturés par la plate-forme. Le document doit ensuite présenter l'émetteur, son projet et les titres émis pour le réaliser. S'agissant de l'émetteur, le document doit comporter des données à la fois économiques, financières et organisationnelles. Il doit, en outre, permettre de connaître la répartition du capital et des droits de vote. D'un point de vue économique, il doit décrire la nature des opérations actuelles et les principales activités menées par l'émetteur en recensant les principaux marchés sur lequel il opère ainsi que les tendances qui peuvent avoir des répercussions sur son activité. D'un point de vue financier, le document doit également indiquer le montant du capital social de l'émetteur. Un tableau doit récapituler la répartition de ce dernier et des droits de vote avant et après la réalisation de l'offre en prenant comme hypothèse la souscription de l'intégralité des titres offerts. Le contributeur doit, en outre, être invité par un lien hypertexte à consulter différentes données: comptables et financières. Il s'agit aussi pour l'émetteur d'indiquer s'il a déjà réalisé, ou s'il réalise concomitamment d'autres offres de financement participatif. Un dernier type d'informations est relatif à l'organisation de l'émetteur et du groupe auquel il appartiendrait. À ce titre, des liens hypertextes doivent également permettre d'accéder à des renseignements sur ses représentants légaux, sur sa direction et sur ce groupe. En outre, le document d'information doit présenter le projet pour lequel est sollicité le financement. Il convient, à ce titre, d'indiquer la destination des fonds levés et de préciser le niveau de participation auquel les dirigeants de l'émetteur se sont engagés dans le cadre de l'offre proposée. Les principaux facteurs de risques spécifiques à l'activité et au projet de l'émetteur doivent aussi être succinctement présentés: le document d'information doit notamment contenir un paragraphe précisant si, avant la réalisation de la levée de fonds, le porteur de projet dispose d'un fonds de roulement net suffisant pour faire face à ses obligations et à ses besoins de trésorerie pour les six mois à venir. Un dernier type d'informations doit porter sur les titres offerts à la souscription. Il s'agit là d'informer les souscripteurs des droits politiques (droit de vote, droit à l'information), financiers attachés aux titres ainsi que les conditions de cession de ces derniers. Le document publié doit, à ce titre, faire*

Nel rapporto con gli investitori *retail*, comunque, non sembrano esserci ostacoli nella legislazione d'oltralpe, alla possibilità per i gestori dei portali di definirli secondo le forme del *club* o della *holding*. Nel caso della gestione secondo il sistema dei *club*, il portale mantiene il mero *status* di intermediario alla negoziazione: gli investitori si adeguano alle regole definite dal gestore nella sua autonomia, e una volta sottoscritta l'offerta, gli stessi investitori si occupano delle vicissitudini legate alla quota di partecipazione. Diversamente, il gestore acquista un ruolo più attivo nel caso venga creata una *holding* tra gli investitori di un medesimo progetto: secondo le tecniche e i modi indicati dal gestore stesso, costui potrà monitorare per conto degli investitori la sorte delle partecipazioni acquistate. Quest'ultima modalità permette di mantenere un'interazione tra portale e investitori anche *post-campagna* di *equity crowdfunding* <sup>69</sup>.

Tra le molte prerogative, è consentito ai CIP, *ex art.* L. 547-1, co. 3, CMF, di rivestire anche lo *status* di IFP. La previsione si muove in senso favorevole al principio di libertà di iniziativa economica e di concorrenza all'interno del mercato, in quanto mette i gestori nella condizione di poter offrire una più vasta gamma di servizi ai propri clienti, con l'effetto di non disperdere il risparmio in investimenti avventati o frutto della scarsa conoscenza delle alternative esistenti. Tuttavia un limite ai servizi che un portale può offrire esiste ed è nel divieto di fornire servizi finanziari di pagamento, che ai sensi dell'art. L. 511-5, CMF, è un'attività riservata agli istituti di credito o alle società di finanziamento <sup>70</sup>.

Il finanziamento partecipativo, anche in Francia, nasce con il primario obiettivo di sostenere l'impresa medio-piccola nella sua fase di avvio, a condizione che sia

---

*état de l'existence de clauses restreignant la cession comme celles d'agrément ou celles d'inaliénabilité temporaire, de clauses de cession forcée, ou encore de l'existence de clauses conférant un droit de sortie conjointe dans certaines hypothèses comme le changement de contrôle dont l'émetteur serait l'objet. On notera enfin que les informations sur l'émetteur doivent, le cas échéant, être complétées par des informations de même nature sur la société qui réalise le projet si les deux sont différents. Au-delà de ce dispositif d'information, la protection des investisseurs est assurée par certaines obligations de contrôle et conseil qui s'imposent à la plate-forme jouant un rôle d'intermédiaire».*

<sup>69</sup> BESSIERE e STEPHANY, *Financement et gouvernance des start-ups en equity crowdfunding*, in *Finance Contrôle Stratégie*, 2015, p. 184, consultabile all'indirizzo <http://journals.openedition.org/fcs/1684>.

<sup>70</sup> ASSEMBLEE NATIONALE, *Question n° 29540, du 18 juin 2013. Entreprises (Financement. Financement participatif. Réglementation)*, in *JO 20 Septembre 2016*, disponibile all'indirizzo <https://www.orias.fr/documents/10227/29315/201703-%20INTERMEDIAIRE%20EN%20FINANCEMENT%20PARTICIPATIF.pdf>



costituita nella forma sociale di *Société Anonyme* (SA) o di *Sociétés par Actions Simplifiées* (SAS)<sup>71</sup>, la forma più diffusa tra le PMI. L'ammissione al sistema di negoziazione tramite portali rappresenta una rilevante novità per quest'ultima forma sociale, considerata l'interdizione generale di offrire titoli al pubblico<sup>72</sup> posta dall'art. 227-2 Code de Commerce<sup>73</sup>. La platea degli emittenti è stata di recente allargata con la legge Macron del 2016<sup>74</sup>, che ha esteso la possibilità di accesso alla *Société à responsabilité limitée* (SARL), subordinatamente alla condizione che il capitale sociale sia interamente liberato e sia stato approvato il

---

<sup>71</sup> CHANEY e DEPARDAY, *Le financement des SAS par la souscription de titres via une plate-forme internet*, in *Petit affiches*, 2016, 5, pp. 8 ss.

<sup>72</sup> Per un approfondimento sull'offerta al pubblico nell'ordinamento francese, si rimanda al recente studio di PIETRANCOSTA, *Offre au public de titres financiers et admission aux négociations sur un marché*, in *Études Joly sociétés*, 2017.

<sup>73</sup> In forza di una sottile opera interpretativa, l'art. 227-2 Code de Commerce preclude la sola offerta ad investitori individuali; divieto che non sembra essere stato scalfito neanche con la riforma attuata con l'Ordonnance du 22 janvier 2009 che aveva consentito alle SAS di poter procedere al finanziamento mediante collocamenti privati di titoli. Ebbene, nel caso del *crowdfunding* l'invito all'investimento è aperto ad una platea indifferenziata di investitori, tale da non ricadere nella matrice dell'offerta al pubblico. Inoltre è la stessa legge a precisare ai sensi dell'art. L. 411-2, co. 1 -bis, che non costituisce una *species* dell'offerta al pubblico l'offerta mediante portali di titoli che non sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione. Naturalmente, viene a perdersi il vantaggio che la rigidità del modello sociale della SAS assicurava alla tutela del risparmio. In considerazione di ciò il legislatore, per non perdere il tratto caratterizzante della SAS, è intervenuto creando uno statuto speciale per la SAS che ricorre al *crowdfunding*, in deroga alla disciplina generale. Infatti il nuovo art. 227-1 Code du Commerce dispone che: «Par dérogation aux articles L. 227-1 et L. 227-9, lorsqu'une société par actions simplifiée procède à une offre définie au I bis de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier: «Les articles L. 225-122 à L. 225-125 sont applicables (dispositions relatives au droit de vote proportionnel au capital et aux droits de vote double); «Les articles L. 225-96 à L. 225-98 sont applicables (compétences de l'assemblée générale extraordinaire et ordinaire); «Le troisième alinéa de l'article L. 225-105 est applicable (délibérations uniquement sur l'ordre du jour et droit de révoquer les dirigeants même si cela n'a pas été inscrit à l'ordre du jour); «La convocation des associés est faite dans les formes et délais fixés par décret en Conseil d'État. Toute assemblée irrégulièrement convoquée peut être annulée. Toutefois, l'action en nullité n'est pas recevable lorsque tous les actionnaires étaient présents ou représentés. [...] Lorsque la société qui procède à l'offre a pour objet de détenir et de gérer des participations dans une autre société, les dispositions du I sont également applicables à la société dans laquelle elle détient des participations». La conseguenza è un più ampio margine dato all'autonomia statutaria dei soci nel regolare le dinamiche tra vecchi e nuovi azionisti. Ad esempio è consentito alla SAS ordinaria di emettere azioni di preferenza con o senza diritto di voto. Queste ultime non potrebbero essere emesse nell'ambito di un'operazione di *crowdfunding*, in quanto negherebbero totalmente i diritti politici dei nuovi azionisti. A beneficio degli azionisti "storici", l'autonomia statutaria può prevedere per contro la creazione di azioni con diritti di voto multipli. PORACCHIA e VELARDOCCIO, *Le financement participatif par offre de titres financiers*, in *Bulletin Joly Sociétés*, 2014, 12, pp. 742 ss.; CONAC, *Le nouveau régime du financement participatif (crowdfunding)*, in *Revue des sociétés*, 2014, pp. 461 ss.

<sup>74</sup> Le modifiche sono state per la precisione disposte con l'Ordonnance du 28 avril 2016 n. 520, su delega conferita con *Loi du 6 août 2015 n. 990 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques dite, consultabile all'indirizzo <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000030978561&categorieLien=id>*.

terzo bilancio di esercizio <sup>75</sup>. La stessa legge ha, inoltre, ammesso alla negoziazione tramite portali di *equity crowdfunding* i *bons de caisse*, noti come *mini-bond* <sup>76</sup>.

In chiusura di paragrafo, si segnala che per la legge interna francese il gestore, al quale è stato conferito lo *status* di CIP, deve avere necessariamente sede legale nel territorio francese e può operare nel solo suo ambito (art. 547-3, CMF). Infatti la mancanza di una legislazione europea, armonizzatrice della materia, impedisce alle piattaforme francesi di poter offrire i propri servizi oltre i confini nazionali, perché non in possesso di un “passaporto europeo” (art. 547-8, CMF), e a tanto non valendo nemmeno l’invocazione dei principi della libera prestazione di servizi o della libertà di stabilimento. Viceversa, non è impedito ad una piattaforma di *crowdfunding* originaria di un’altro Stato membro di poter operare in Francia, stabilendo filiali, purchè sia la legislazione del paese di origine a garantire il possesso del “passaporto europeo” e abbia acquisito la qualità di CIP <sup>77</sup>.

#### **4. El crowdfunding de inversión.**

Fra i paesi europei che hanno adottato una disciplina legale del *crowdfunding* vi è la Spagna <sup>78</sup>.

---

<sup>75</sup> In Francia il *crowdfunding* sembra interdetto ai soli partiti politici. ROSSI, *Crowdfunding*, cit., p. 73: «*Sur ce point, la Commission nationale des comptes de campagne et des financements politiques (CNCCFP) est très claire: «les dons des personnes physiques et le produit des collectes doivent obligatoirement être versés directement au compte bancaire du mandataire (cfr. article L. 52-9 du Code électoral)».*».

<sup>76</sup> DELPECH, *Un décret pour le financement participatif*, in *Dalloz actualité*, 8 novembre 2016; DIDIER, *Le régime juridique des bons de caisse modernisé*, in *Dalloz actualité*, 10 maggio 2016.

<sup>77</sup> Il ricorso all’*equity crowdfunding* è cresciuto in cifre di milioni di euro dei fondi raccolti dai 25,4 del 2014 ai 68,6 del 2016. Dati COMPINNOV, *Financement Participatif France*, in *Statista*, 2017.

<sup>78</sup> Tra i commenti nella letteratura economico-giuridica spagnola: COMAS, *Crowdfunding o cómo convertirse en mecenas a través de Internet*, in *Estrategia Financiera*, 2017, p. 347; FERNÁNDEZ, *Las finanzas en la era FinTech*, in *Estrategia Financiera*, 2017, p. 347; GIL MORENO, *Nuevos activismos sociales en la era digital: de las masas al crowd*, in *Política y Sociedad*, 2017, 54, pp. 191 ss.; YÜFERA RODRÍGUEZ, *Foment del financament empresarial: el crowdfunding. Aspectes principals de la regulació del micromecenatge prevista a la Lei 5/2015, de 27 d’abril, de foment del finacament empresarial*, in *Mòn Jurídic*, 2016, 304, pp. 18 ss.; PALÀ LAGUNA e CUERVO-ARANGO, *Alternativas a la financiación bancaria en el nuevo régimen de fomento de la financiación empresarial: el acceso a los SMN y el tránsito a los mercados secundarios oficiales de valores. Las plataformas de financiación participativa*, in *Anuario de Capital Riesgo*, 2015; CRABÓ VALVERDE e RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, *El crédito en el entrono internacional poscrisi*, in *Papeles de Economía Española*, 2015, 146, pp. 2 ss.; ZUNZUNEGUI, *‘Crowdfunding’ sin ley de*

Il 28 aprile 2015 è stata pubblicata nel *Boletín Oficial del Estado* la *Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial* (LFFE)<sup>79</sup>. La scelta del legislatore spagnolo è stata però di disciplinare le uniche varianti del *crowdfunding de inversión* (ECF)<sup>80</sup> e *de préstamo (lending based)*<sup>81</sup>, per gli immediati riflessi sul mercato dei capitali, e di lasciare sul piano dell'atipicità le

---

bienvenida, in *El País*, 17 aprile 2015, disponibile all'indirizzo [http://economia.elpais.com/economia/2015/04/16/actualidad/1429195565\\_310699.html](http://economia.elpais.com/economia/2015/04/16/actualidad/1429195565_310699.html); SAJARDO MORENO e RIBEIRO COUTINHO, *La nueva financiación del bienestar: economía social y crowdfunding. La era de la sociedad mecenaz?*, in *Anales de economía aplicada*, GARCÍA LIZANA, FERNÁNDEZ MORALES e PODADERA RIVERA (Coordinadores), Calle Maestro Luis Torregrosa, 2014, XXVIII; ALVAREZ ROYO-VILLANOVA, *Financiación para empresas innovadoras: capital riesgo, business angels, crowdfunding*, in *Diario La Ley*, 28 febbraio 2013.

<sup>79</sup> Il testo della *Ley 5/2015* è stato preceduto dalla promulgazione dell'*Anteproyecto de Ley XX/2014, de fomento de la financiación empresarial* (ALFFE) e dal successivo *Proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial* (PFFE), approvati dal Governo nel 2014, e attraverso i quali l'esecutivo aveva proceduto ad una analisi della classificazione delle varianti di *crowdfunding* per poi stilare una bozza di regolamento. I documenti sono rispettivamente consultabili ai seguenti indirizzi: [http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/prensa/ficheros/noticias/2014/140228\\_sleg6607.pdf](http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/prensa/ficheros/noticias/2014/140228_sleg6607.pdf); [http://www.congreso.es/public\\_oficiales/L10/CONG/BOCG/A/BOCG-10-A-119-1.PDF](http://www.congreso.es/public_oficiales/L10/CONG/BOCG/A/BOCG-10-A-119-1.PDF). In dottrina: GARCÍA COTO e ALONSO, *Financiación empresarial 2.0: «crowdfunding» para inversión y otras plataformas*, in *Los Retos de la Financiación del Sector Empresarial. Fundación de Estudios Financieros. Estudio dirigido por Jaime Requeijo*, 2014, pp. 233 ss., disponibile all'indirizzo <https://www.fef.es/publicaciones/papeles-de-la-fundacion/item/319-estudio-los-retos-de-la-financiación-del-sector-empresarial.html>.

<sup>80</sup> Prima della sua regolazione, era considerato dalla dottrina alla stregua di un contratto atipico, fondato sul principio dell'autonomia della volontà delle parti enunciato all'art. 1255 *Código civil*, sicché un'eventuale lacuna della contrattazione privata doveva essere colmata con il ricorso all'analogia: v. GIMENO, *Aproximación a la naturaleza jurídica del «crowdfunding»*, in *Revista de Derecho Mercantil*, 2014, 291, pp. 456 ss. Nella LFFE è ora disciplinato agli artt. 49, co. 1, lett. d) e 50 LFFE. La dottrina spagnola ritiene questa la variante che desta maggior interesse, perché nel tempo ha attirato crescenti flussi finanziari, perché nasce come strumento volto a sostenere l'imprenditorialità emergente, e perché ha un impatto trasversale sul piano del diritto. Tra tutti, v. ALVAREZ ROYO-VILLANOVA, *El «equity crowdfunding» o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación*, in *Cuadernos de Derecho y Comercio*, 2014, 61, p. 19. L'A. critica la denominazione diffusa nella letteratura giuridica spagnola di "*financiación participativa*" – poi utilizzata anche nel testo della LFFE – in quanto risente dell'influsso della legislazione francese. Spiega infatti che il termine "participativo" potrebbe far cadere in confusione con l'istituto della partecipazione sociale, che se in astratto non pone problemi rispetto alla variante equity, risulta inadatto a comprendere le altre varianti di *crowdfunding*, e in alternativa propone di discorrere di *financiación en masa*, che trasposto all'*equity based* diventa *financiación en masa de inversión*. ALVAREZ ROYO-VILLANOVA, *La propuesta de regulación de la inversión en masa o equity crowdfunding*, in *Diario La Ley*, 28 maggio 2014.

<sup>81</sup> Art. 49, co. 1, lett. c), n. 1 e artt. 74 ss. LFFE. Per un commento sulla fattispecie, ROIG HERNANDO e SORIANO LLOBERA, *Crowdfunding de Préstamos para PyMES en España: Un análisis empírico*, *Estudios de Economía Aplicada*, 2015, 33, pp. 301 ss.

forme di *donación*<sup>82</sup>, *recompensa*<sup>83</sup> o *préstamos sin interés*, diffuse comunque in via di prassi.

La fonte normativa è racchiusa nel Titolo V della LFFE, “*Régimen Jurídico de las plataformas de financiación participativa*”<sup>84</sup>, il quale è suddiviso in cinque Capitoli, per un totale di circa cinquanta articoli<sup>85</sup>. In apertura della LFFE, l’art. 46 fornisce la definizione giuridica delle *plataformas de financiación participativa* (PFP) come «*empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores*»<sup>86</sup>.

Come espressamente imposto dal testo normativo riportato, le PFP, per poter operare come gestore di portali, devono essere autorizzate dall’autorità di

---

<sup>82</sup> Il *donation based crowdfunding* o *crowdfunding de donación* è sussunto nell’istituto civilistico della donazione modale. Infatti se ne rinviengono i tratti tipici dell’*animus donandi* e dello scopo per cui la donazione è realizzata, tanto che in caso di inadempimento del progetto a cui è destinato il donante-investitore potrà richiedere l’adempimento forzato o la revoca dell’attribuzione (art 647.1 C.C., 531-15 C.C.C.): cfr. GIMENO, *Aproximación*, cit., pp. 458 ss.

<sup>83</sup> Sulla natura giuridica, la dottrina dominante è favorevole a riconoscere lo schema tipico del contratto di compravendita. Tra tutti, CAMACHO CLAVIJO, *El crowdfunding: régimen jurídico de la financiación participativa en la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial*, in *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, 2016, 17, pp. 92 ss.

<sup>84</sup> Si legge nel terzo motivo alla *Ley 5/2015*: «*El título V establece por primera vez un régimen jurídico para las plataformas de financiación participativa, dando cobertura a las actividades comúnmente denominadas como «crowdfunding». Estas plataformas, que constituyen un novedoso mecanismo de desintermediación financiera desarrollado sobre la base de las nuevas tecnologías, han crecido de manera muy significativa en los últimos años. El «crowdfunding» es un fenómeno con diversas manifestaciones, si bien sólo se pretende regular aquí las figuras en las que prime el componente financiero de la actividad o, dicho de otro modo, en las que el inversor espera recibir una remuneración dineraria por su participación, dejando por tanto fuera del ámbito de esta norma al «crowdfunding» instrumentado mediante compraventas o donaciones*».

<sup>85</sup> Cfr. artt. 46 – 94 LFFE.

<sup>86</sup> Il fattore tecnologico è intrinseco alla stessa nozione di piattaforma; infatti la componente di *internet* giustifica l’applicazione, oltre che del regime normativo della LFFE, anche della *Ley 34/2002, de Servicios de la Sociedad de la Información y de Comercio Electrónico* (LSSICE). In dottrina: LÓPEZ ORTEGA, *Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial*, in *RDBB*, 2016, p. 92; RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, *Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: Concepto y funciones*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2014, 15, p. 9.

mercato, la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV)<sup>87</sup> – previo parere vincolante del *Banco de España* (BE) nel caso la richiesta sia per esercitare come PFP *de prestamo participativo*<sup>88</sup>. La CNMV deve rilasciare la relativa autorizzazione in un margine temporale che va da un minimo di tre mesi ad un massimo di sei mesi. Nel caso di inerzia della CNMV, ossia qualora non provveda mediante atto espresso, sulla richiesta si formerà il silenzio assenso. Una volta ottenuta l'autorizzazione dell'*authority* ovvero la richiesta sia validata per il formarsi del silenzio assenso, la PFP potrà richiedere l'iscrizione nel registro tenuto dalla stessa CNMV, oltre che nel registro delle imprese<sup>89</sup>.

La disciplina messa a punto per il finanziamento partecipativo in Spagna mira a delinearla in concreto come un canale alternativo al tradizionale credito bancario: per evitare che la commistione tra funzioni possa irrigidire il mercato, è preclusa ai portali ogni attività tipica delle società per i servizi di intermediazione e degli enti creditizi<sup>90</sup>. Ciò giustifica la serie di requisiti legali, stringenti e cumulativi, che il gestore del portale deve necessariamente soddisfare per poter accedere alla procedura di autorizzazione da parte della CNMV<sup>91</sup>. Tra questi, l'obbligo di

---

<sup>87</sup> L'avvio del procedimento deve essere comunicato anche al *Ministerio de Economía y Competitividad*. CAMACHO CLAVIJO, *El crowdfunding*, cit., p. 99.

<sup>88</sup> La PFP infatti dovrà iscriversi anche presso la BE come entità di pagamento ibrido per godere di uno statuto giuridico alleggerito rispetto alla disciplina generale prevista per il credito al consumo e intermediazione in credito. ZUNZUNEGUI, *Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)*, in *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, 2015, 3, p. 9.

<sup>89</sup> Cfr. Art. 54 LFFE.

<sup>90</sup> Art. 52, co. 1 e co. 3, LFFE. Una sola eccezione pare scorgersi all'art. 63 LFFE, che permette ad una PFP, nei limiti imposti, di poter sostenere un progetto pubblicato nella stessa piattaforma.

<sup>91</sup> L'Art. 55 LFFE, "*Requisitos para ejercer la actividad*", dispone quanto segue: «*Serán requisitos para que una entidad obtenga y mantenga su autorización como plataforma de financiación participativa los siguientes: a) Tener por objeto social exclusivo la realización de las actividades que sean propias a las plataformas de financiación participativa, según lo dispuesto en este título y, en su caso, las actividades propias de una entidad de pago híbrida según lo previsto en el artículo 52.3 de esta Ley. b) Tener su domicilio social, así como su efectiva administración y dirección, en territorio nacional o en otro Estado miembro de la Unión Europea. c) Revestir la forma de sociedad de capital, constituida por tiempo indefinido. d) Disponer del capital social al que se refiere el artículo 56 íntegramente desembolsado en efectivo y cumplir con los requisitos financieros a los que se refiere dicho artículo. e) Que los administradores de la plataforma de financiación participativa sean personas de reconocida honorabilidad empresarial o profesional y posean conocimientos y experiencia adecuados en las materias necesarias para el ejercicio de sus funciones. Concorre honorabilidad en quienes hayan venido mostrando una conducta personal, comercial y profesional que no arroje dudas sobre su capacidad para desempeñar una gestión sana y prudente de la plataforma. Para valorar la concurrencia de honorabilidad deberá considerarse toda la información disponible. Tales requisitos de honorabilidad, conocimientos y experiencia serán exigibles también a los directores generales o asimilados de la plataforma de financiación participativa. f) Disponer de una buena organización*

includere nella denominazione sociale la formula per esteso di “*plataforma de financiación participativa*” o quanto meno la sua sigla, PFP <sup>92</sup>.

Le funzioni principali, come si legge nell’art 51 della LFFE, sono divise nella ricezione, selezione e pubblicazione dei progetti di finanziamento partecipativi (co. 1, lett. a)), e nello sviluppo e gestione dei canali di comunicazione per facilitare la contrattazione di finanziamenti tra investitori e sviluppatori (co. 1, lett. b)). Maggiori dubbi interpretativi insorgono sull’esatta comprensione del margine della prima delle due funzioni indicate, con particolare riferimento all’attività di “selezione”, perché sono solo legalmente tipizzate e la legge rimane muta circa i modi e i requisiti per l’effettivo esercizio. La lacuna normativa è colmata dalla autonomia statutaria dei gestori dei portali <sup>93</sup>, i quali potrebbero limitarsi ad un mero riscontro di conformità formale dei termini e delle condizioni dell’offerta con la disciplina legale e le regole dagli stessi imposti, o all’opposto optare per un controllo sul merito del progetto, preliminare alla pubblicazione. A fare da contrappeso alla discrezionalità conferita ai portali, vigono i doveri di comportamento, tra cui il dovere di diligenza <sup>94</sup>, accompagnati da una costante

---

*administrativa y contable o de procedimientos de control interno adecuados. g) Disponer de los medios adecuados para garantizar la seguridad, confidencialidad, fiabilidad y capacidad del servicio prestado por medios electrónicos. h) Disponer de un reglamento interno de conducta que contemple, en particular, los posibles conflictos de interés y los términos de la participación de los administradores, directivos, empleados y apoderados en las solicitudes de financiación que se instrumenten a través de la plataforma. i) Prever mecanismos para que, en caso de cese de su actividad, se sigan prestando todos o parte de los servicios a los que se comprometió para los proyectos de financiación participativa que hubieran obtenido financiación». La norma deve essere letta congiuntamente alla disposizione dell’art. 56 LFFE, rubricata “*Requisitos financieros*”, la quale impone che la piattaforma debba avere un capitale sociale minimo di sessanta mila euro, integralmente liberato; ovvero una copertura assicurativa per responsabilità professionale, avallo o garanzia equivalente per un minimo di trecentomila euro per le azioni di responsabilità da inadempimento, e per una copertura minima di quattrocento mila per ogni altro genere di reclamo; ovvero un apporto finanziario misto tra i primi due e coerente con i valori minimi indicati.*

<sup>92</sup> Art. 48, co. 2, LFFE.

<sup>93</sup> Infatti l’art. 51, co. 2, lett. b), LFFE annovera tra i servizi ausiliari: «*El análisis de los proyectos de financiación participativa recibidos, la determinación del nivel de riesgo que implica cada proyecto para los inversores y la determinación de cualquier otra variable que resulte útil para que los inversores tomen la decisión de inversión. La publicación, clasificación y agrupación de tal información en términos objetivos, sin realizar recomendaciones personalizadas, no constituirá asesoramiento financiero*».

<sup>94</sup> Secondo l’art. 66, co. 1, LFFE: «*La plataforma de financiación participativa deberá evaluar con la debida diligencia la admisión de proyectos de financiación y su adecuación a los requisitos establecidos en este capítulo*».

vigilanza da parte dell'autorità pubblica <sup>95</sup>. L'autonomia statutaria dei portali, oltre che essere consentita, risulta anche favorita dalla *Ley*: accanto ai servizi principali, indefettibili per lo *status* di PFP <sup>96</sup>, la normativa ispanica concede ai gestori dei portali la facoltà di poter prestare liberamente ulteriori servizi, c.d. ausiliari <sup>97</sup>.

Pertanto il legislatore opta per la libera concorrenza tra i gestori dei portali, sia rispetto ai servizi prestati, potendo conformare l'oggetto sociale in base alle proprie esigenze, sia rispetto alle regole poste in virtù dell'ampia autonomia statutaria riconosciuta.

Ritornando al testo dell'art. 46 LFFE, è possibile notare come la norma offra una definizione legale dei due soggetti che si interfacciano con una PFP.

Il promotore è la persona fisica, che ha la propria residenza fiscale in Spagna o in un altro Stato membro dell'UE, ovvero la persona giuridica, con sede legale in Spagna o in un altro Stato membro, che sollecita in nome proprio un'operazione di finanziamento partecipativo <sup>98</sup>. Seppur il nuovo istituto sia stato introdotto

---

<sup>95</sup> Tale attività è suffragata dall'onere imposto ai gestori dei portali di trasmettere alla CNMV, al termine di ogni esercizio, una relazione sui progetti pubblicati e sui metodi di selezione seguiti (art. 91 LFFE).

<sup>96</sup> LÓPEZ ORTEGA, *Las plataformas*, cit., p. 98.

<sup>97</sup> L'art. 91 LFFE impone alla PFP, al termine di ogni esercizio, di trasmettere alla CNMV una relazione sui progetti pubblicati e sui metodi di selezione seguiti.

<sup>98</sup> Art. 51, co. 2, LFFE: «*Las plataformas de financiación participativa podrán prestar servicios auxiliares distintos a los previstos en el apartado anterior. Dichos servicios podrán consistir, entre otros, en: a) El asesoramiento a los promotores en relación con la publicación del proyecto en la plataforma incluyendo la prestación de servicios y asesoramiento en las áreas de tecnología de la información, marketing, publicidad y diseño. b) El análisis de los proyectos de financiación participativa recibidos, la determinación del nivel de riesgo que implica cada proyecto para los inversores y la determinación de cualquier otra variable que resulte útil para que los inversores tomen la decisión de inversión. La publicación, clasificación y agrupación de tal información en términos objetivos, sin realizar recomendaciones personalizadas, no constituirá asesoramiento financiero. c) La habilitación de canales de comunicación a distancia para que usuarios, inversores y promotores contacten directamente entre sí antes, durante o después de las actuaciones que den lugar a la financiación del proyecto. d) La puesta a disposición de las partes de los modelos de contratos necesarios para la participación en los proyectos. e) La transmisión a los inversores de la información que sea facilitada por el promotor sobre la evolución del proyecto, así como sobre los acontecimientos societarios más relevantes. f) La reclamación judicial y extrajudicial de los derechos de crédito, actuando en representación de los inversores o en nombre propio si los inversores le cedieren su derecho de crédito. g) Aquellos otros que en su caso determine el Ministro de Economía y Competitividad o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores*». Il limite in negativo è segnato dal successivo art. 52 LFFE, rubricato «*Prohibiciones*».

<sup>98</sup> CAMACHO CLAVIJO, *El crowdfunding*, cit., p. 101. L'A. afferma che, seppur non previsto per espresso nella legge, la sollecitazione non potrà mai essere indiretta ovvero per conto di altri.

come meccanismo a sostegno della imprenditorialità emergente, l'ordinamento spagnolo non pone vincoli qualitativi e/o quantitativi allo *status* di emittente nella *financiación participativa*. La legge si limita a vietare che un promotore possa sollecitare il finanziamento tramite la pubblicazione contemporanea dell'offerta su più portali. Inoltre statuisce che l'importo massimo per cui si può avviare una campagna di finanziamento su ciascuna PFP non può superare i due milioni di euro, importo che si innalza a cinque milioni di euro se l'offerta è destinata alla sottoscrizione degli investitori professionali.

Un tratto caratterizzante della disciplina del *crowdfunding* in Spagna è la distinzione tra *inversores*<sup>99</sup> “*acreditados*” e “*no acreditados*”<sup>100</sup>. La figura dell'*inversores acreditados* è inquadrata nelle categorie indicate dalla legge. In linea generale, sono tali tutti i soggetti su cui ricade una presunzione di professionalità e di inclinazione all'investimento<sup>101</sup>, i quali sono in ogni caso tenuti a provare la propria competenza finanziaria: non basta ad esempio un riscontro formale, come può essere un contratto di servizio di consulenza finanziaria registrato presso il CNMV, ma devono essere sottoposti ad un *test* di idoneità al fine di verificare, sul piano effettivo, l'esperienza finanziaria e la comprensione della portata dell'investimento. In negativo, si determina la qualità di *no acreditados*<sup>102</sup>. Non si tratta di una divisione ferma, in quanto l'investitore *no acreditados* può avanzare la richiesta di operare come *acreditados*: i

---

<sup>99</sup> Perplesso sull'uso del termine “*inversores*” è MARÍN LÓPEZ, *Crowdfunding, intermediarios de crédito y préstamos al consumo en la Ley 5/2015*, in *Diario La Ley*, N° 8575, Sección Tribuna, 3 luglio 2015. Infatti L'A afferma che «*el termino “inversor” no es muy afortunado*», ma che sia invece più opportuno l'appellativo di “*financidor*”, valido in generale sia per la *concesión de préstamos* (art. 50, co. 1, lett. c) che per la sottoscrizione di partecipazioni sociali o obbligazioni (art. 50, co. 1, lett a) e b)), distinguendo poi fra “*prestamista*” (per il primo tipo di *crowdfunding*) e “*inversor*” (per il finanziatore in ECF).

<sup>100</sup> «*Esta distinción que opera sólo respecto a la actuación de los inversores a través de las PFP, converge con la también prevista en el artículo 203 del TRLMV que, en desarrollo de la MiFID I32, obliga a las empresas y demás entidades de inversión a clasificar a sus clientes en profesionales, en quienes se presume experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos; y minoristas, si no lo son*»: così S. CAMACHO CLAVIJO, *El crowdfunding: régimen jurídico de la financiación participativa en la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial*, cit., 104. Seppur contemplata per il *crowdfunding*, la distinzione degli investitori in due classi non è difforme dalla distinzione nota ai mercati mobiliari tra *inversores profesionales* e *minoristas* contenuta all'art. 78 LMV. ZUNZUNEGUI, *Régimen jurídico*, cit., p. 24.

<sup>101</sup> Sono i soggetti indicati all'art. 78 bis, co. 3, lett. a), b) e d), LMV, a cui rinvia espressamente l'art. 81, co. 2, LFFE.

<sup>102</sup> Cfr. art. 81, co. 4, LFFE.



legittimati sono solo gli individui che abbiano dimostrato di possedere un reddito annuale superiore a cinquantamila euro ovvero un capitale finanziario superiore ai centomila; ovvero possono avanzare al grado di *acreditados* le piccole e medie imprese e le persone giuridiche. La stima della qualità di *acreditados* nell'ambito di un'offerta sul portale, è rimessa alla discrezionalità della stessa PFP <sup>103</sup>.

Alla diversità di *status* per gli investitori coincide una pari diversità nel regime protezionistico. Infatti gli investitori *no acreditados* possono sottoscrivere le offerte pubblicate su una PFP per un ammontare non superiore a tremila euro per progetto per singola piattaforma, e comunque non superiore a diecimila euro nell'arco dei dodici mesi sempre nella circoscrizione di una singola piattaforma <sup>104</sup>. Inoltre, devono essere destinatari di un'informazione più accurata rispetto agli *acreditados*, tant'è che la piattaforma deve redigere e comunicare loro un documento che illustri i rischi e dia le avvertenze connesse al progetto pubblicato sulla piattaforma <sup>105</sup>.

---

<sup>103</sup> Cfr. art. 81 LFFE. La norma si pone in analogia con la previsione dell'art. 206, co. 2, TRLMV, che impone l'obbligo di valutazione della professionalità dei propri clienti alle società dei servizi di investimento. Inoltre, il comma 5 dell'art. 81, LFFE prevede che gli investitori ammessi alla qualità di *acreditados* decadono da detto *status* se nell'arco dei dodici mesi non procedono all'investimento in un progetto sulla PFP, potendolo comunque recuperare in un momento successivo.

<sup>104</sup> L'art. 82 LFFE, impone l'onere alla PFP di monitorare il saldo degli investimenti.

<sup>105</sup> Art. 83, "*Requisitos de información previos a la inversión*", LFFE, dispone quanto segue: «*Requisitos de información previos a la inversión. 1. Con carácter previo a la participación en cada proyecto de financiación participativa, la página web a través de la cual opera la plataforma de financiación participativa deberá garantizar que el inversor recibe y acepta una comunicación específica en la que se le advierte, de forma clara y comprensible, de las siguientes circunstancias: a) El proyecto de financiación participativa no es objeto de autorización ni de supervisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores ni por el Banco de España y la información facilitada por el promotor no ha sido revisada por ellos. b) En el caso de emisión de valores, ésta no es objeto de autorización ni de supervisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la información facilitada por el emisor no ha sido revisada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores ni constituye un folleto informativo aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. c) La existencia de riesgo de pérdida total o parcial del capital invertido, riesgo de no obtener el rendimiento dinerario esperado y riesgo de iliquidez para recuperar su inversión. d) El capital invertido no está garantizado por el fondo de garantía de inversiones ni por el fondo de garantía de depósitos. e) Cualesquiera otras que determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores. 2. La obligación prevista en el apartado 1 no será exigible cuando el inversor sea acreditado*». Il regime dell'informazione – la cui disciplina generale è dettata dagli artt. 50, co. 1 e 70 ss. LFFE – è differenziato tra le due varianti di *crowdfunding*, a causa della diversa base giuridica di riferimento. Nel caso delle informazioni per le offerte in ambito di *crowdfunding* la norma di riferimento è l'art 76 LFFE; mentre per l'ECF la base giuridica è posta dagli artt. 78 e 79, completati dalla previsione dell'art. 80 LFFE, sui requisiti dello statuto sociale del promotore società di capitali. In particolare la norma in ultimo citata, alla lett. c) statuisce che: «*Establecerán que los pactos parasociales que tengan por objeto el ejercicio*

*Last, but not least*, il finanziamento partecipativo *de inversion* come è stato previsto nell'ordinamento spagnolo permette la sottoscrizione di quote di partecipazione al capitale sociale o comunque di qualunque altro valore rappresentativo di capitali, oltre delle obbligazioni<sup>106</sup>, in esenzione dalla disciplina del prospetto informativo. Contrariamente all'Italia e similmente alla Francia, la Spagna riconosce anche la variante del *debt based crowdfunding*.

### 5. L'*investment based crowdfunding* in UK.

La "*financial marketization*" del *crowdfunding* nel Regno Unito<sup>107</sup> è avvenuta nel marzo 2014 con l'adozione da parte della *Financial Conduct Authority* (FCA)<sup>108</sup>

---

*del derecho de voto en las juntas generales o que incidan de algún modo en la transmisibilidad de las acciones, participaciones sociales u otros valores representativos de capital habrán de ser comunicados inmediatamente a la propia sociedad y por ésta al resto de socios»;* ossia impone l'obbligo di trasparenza dei patti parasociali a salvaguardia dei diritti sociali spettanti al socio azionista minoritario, già investitore del progetto. DEL PILAR GALEOTE MUNOZ, *Equity crowdfunding. Agentes y Relaciones*, in *Revista de Derecho Patrimonia*, 2016, 41, pp. 226 ss.

<sup>106</sup> Per effetto dell'art. 45 della *Ley 5/2015* che ha modificato il testo dell'art. 401 della *Ley de Sociedades de Capital*, approvato con *Real Decreto Legislativo 1/2010*, del 2 luglio, è permessa anche alle società a responsabilità limitata l'emissione di obbligazioni, fatto salvo il divieto dell'emissione di obbligazioni convertibili.

<sup>107</sup> Tra i saggi editi nella letteratura economico-giuridica inglese: ARMOUR e ENRIQUES, *The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts*, in *ECGI*, 2017, disponibile in SSRN all'indirizzo [http://ssrn.com/abstract\\_id=3035247](http://ssrn.com/abstract_id=3035247); BROWN, MAWSON, ROWE e MASON, *Working the Crowd: improvisional Entrepreneurship and Equity Crowdfunding in Nacent Entrepreneurial Ventures*, in *International Small Business Journal*, 2017, disponibile all'indirizzo <http://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/0266242617729743>; ESTRIN, GOZMAN e KHAVUL, *Equity Crowdfunding and Early Stage Entrepreneurial*, *Centre of Economic Performance, Discussion Paper* n. 1498, 2017; HORNUF, SCHMITT e STENZHORN, *Equity Crowdfunding in Germany and the UK: follow-up funding and firm failure*, in *Max Planck Institute for innovation and Competition Research Paper Series*, 2017, n. 6642; DORFLEITNER, HORNUF e WEBER, *Dynamics of Investor Communication in Equity Crowdfunding*, *Dorfleitner*, in *Equity Crowdfunding* (May 4, 2017), *Max Planck Institute for Innovation & Competition Research Paper* No. 17-06, disponibile in SSRN all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2962951> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2962951>; BANK OF ENGLAND, *Peer-to-peer lending and financial innovation in the United Kingdom*, *Staff Working Paper*, aprile 2016, pp. 598 ss.; CULKIN, MURZACHEVA e DAVIS, *Critical innovations in the UK peer-to-peer (P2P) and equity alternative finance markets for small firm growth*, in *The Journal of Entrepreneurship and Innovation*, 2016, vol. 17(3), pp. 194 ss.; DÉPRÉS, *Crowdfunding: will the UK be next to join this trend?*, in *Canadian Mining Journal*, settembre 2016, pp. 7 ss.; VISMARA, BENAROIO e CARNE, *Gender in Entrepreneurial Finance: Matching Investors and Entrepreneurs in Equity Crowdfunding* (August 31, 2016). *Forthcoming in Albert Link*, eds., "*Gender and Entrepreneurial Activity*", Cheltenham, UK: Edward Elgar, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2833946>; HARRISON e BALDOCK, *Financing SME growth in the UK: meeting the challenges after the global financial crisis*, in *Venture Capital*, 2015, vol. 17, pp. 1 ss.; LEHNER, GRABMANN e ENNSGRABER, *Entrepreneurial implications of crowdfunding as alternative funding source for innovations*, in *Venture Capital*, 2015, vol. 17, pp. 171 ss.; VISMARA, *Equity Retention and Social Network Theory*, in *Equity Crowdfunding*, 1 settembre 2015, disponibile in SSRN all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2654325> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2654325>; LEHNER e NICHOLLS,

del *Policy Statment PS14/4*<sup>109</sup>, “*The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media Feedback to CP13/13 and final rules*”<sup>110</sup>. La regolazione della FCA si interessa alla disciplina delle sole varianti del *loan-based crowdfunding*<sup>111</sup> e dell’*investment-based crowdfunding*<sup>112</sup>, per ragioni che non sono dissimili da quelle degli altri paesi nella scelta regolativa<sup>113</sup>. In realtà, il *crowdfunding* nel

---

*Social finance and crowdfunding for social enterprises: a public-private case study providing legitimacy and leverage*, in *Venture Capital*, 2014, vol. 16, pp. 271 ss.

<sup>108</sup> La base legale del potere ad emanare la regolazione del PS14/4, specificatamente sul “*Crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities instrument 2014*”, è data dal combinato disposto delle seguenti sezioni del FSMA: Sezione 137A (*FCA’s general rule-making power*); Sezione 137B (*FCA general rules: client’s money, right to rescind etc*); Sezione 137R (*Financial promotion*); Sezione 137T (*General supplementary powers*); Sezione 139A (*FCA’s power to give guidance*); e Scheda 4 (*powers exercised*) to the *General Provisions of the Handbook*. I poteri riconosciuti alla FCA sono indetti per lo specifico scopo indicato ai sensi della Sezione 138H(2), FCMA: «*An instrument by which rules are made by either regulator (“a rule-making instrument”) must specify the provision under which the rules are made*». Cfr. *Appendix 1, “Made rules (legal instruments)”*, PS14/4.

<sup>109</sup> Il documento è consultabile all’indirizzo <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf>.

<sup>110</sup> Il PS14/4 è stato preceduto nell’ottobre 2013 dal *Consultation Paper, The FCA’s regulatory approach to crowdfunding (and similar activities)* (CP13/3\*\*), documento con il quale la FCA lanciava una consultazione pubblica sull’opportunità di definire un quadro regolatorio del *crowdfunding* nel Regno Unito. Il documento è consultabile all’indirizzo <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp13-13.pdf>. Detto documento è parte di una triade di *papers* emanati dalla FCA al fine di regolare le attività di credito al consumo, composto tra gli altri da: *High-level proposals for an FCA regime for consumer credit*, CP13/7, marzo 2013, disponibile all’indirizzo [www.fsa.gov.uk/static/pubs/cp/cp13-07.pdf](http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/cp/cp13-07.pdf); *Detailed proposals for the FCA regime for consumer credit*, CP13/10, ottobre 2013, disponibile all’indirizzo [www.fca.org.uk/static/documents/consultationpapers/cp13-10.pdf](http://www.fca.org.uk/static/documents/consultationpapers/cp13-10.pdf).

<sup>111</sup> «*We use the term ‘loan-based crowdfunding’ for concision, to cover a number of different models. Some loan-based crowdfunding platforms facilitate loans from individual investors to other individuals (peer-to-peer lending), while others facilitate loans from individuals to businesses (peer-to-business lending) and others allow a combination. The term ‘loan-based crowdfunding’ also indicates that this model is part of a spectrum of different crowdfunding models. Some platforms include more than one type of crowdfunding model and we think it makes sense to use an inclusive term. This is not a required term to be used by firms. We accept that loan-based crowdfunding includes peer-to-peer lending and we also use the term ‘P2P agreement’ as shorthand to describe the loan agreements arranged. Firms can use the term ‘peer-to-peer’ where that is appropriate for their business model, so long as their communications are fair, clear and not misleading*»: FCA, *PS14/4 – Our response*, Capitolo 11.

<sup>112</sup> Le regole poste dalla FCA per l’*investment-based crowdfunding* sono applicate a tutti i gestori dei portali autorizzati o “*an appointed representative of an authorised firm*”, che utilizzano *internet* o altri canali *media* per entrare in contatto con i propri clienti, c.d. “*neutral-media approach*”: «*the same protection should apply to investors whether they engage with firms online or offline as a result of direct marketing or through telephoneselling of investments. Therefore, we do not propose to alter the applicability of the rules proposed*». FCA, *PS14/4 – Our response*, Capitolo 4, punto 19.

<sup>113</sup> Sono state escluse dalla regolazione le forme di *donation-based* e *pre-payment* o *reward-based crowdfunding*, alle quali si applica comunque la nuova disciplina sui servizi di pagamento, *The Payment Service Regulations 2017*, consultabile all’indirizzo <https://www.legislation.gov.uk/ukxi/2017/752/contents/made>.

Regno Unito era un fenomeno già rinomato nella prassi dei finanziamenti alle imprese <sup>114</sup>, favorito anche dal *background* di un sistema finanziario solido e florido <sup>115</sup>. L'assenza di una normativa *ad hoc* comportava che la relativa disciplina dovesse essere declinata secondo gli istituti classici del diritto bancario, nel caso del *loan-based* <sup>116</sup>, e della sollecitazione all'investimento per *investment*, con l'effetto di irrigidirne l'accesso soprattutto per gli investitori *retail* e le piccole e medie imprese. L'approccio seguito dalla FCA è stato differentemente calibrato sulle due forme di *crowdfunding*. La componente di rischio implicita in un'operazione di *crowdfunding* è più alta nel caso dell'*investment-based* <sup>117</sup> rispetto al *loan-based* per due sostanziali fattori: le imprese che offrono tramite portali partecipazioni societarie sono generalmente nella fase di avvio della propria attività; e l'investimento in partecipazioni sociali è tendenzialmente a tempo indeterminato <sup>118</sup>. Il regime istituito dalla FCA con riferimento al *loan-based crowdfunding* è impostato in termini di *disclosure based*, ossia un sistema che assicuri agli investitori le informazioni necessarie per giungere ad una scelta consapevole sull'investimento tramite l'uso di un linguaggio chiaro, corretto e non fuorviante <sup>119</sup>, rafforzato da un “*set of core requirements for firms*” <sup>120</sup>. Per contro, l'ispirazione che muove le regole in tema

---

<sup>114</sup> LANGELY, *Crowdfunding in The united Kingdom: A cultural Economy*, in *Economic Geography*, 2016, vol.92, n. 3, p. 312.

<sup>115</sup> Basta pensare che la piattaforma Zopa, specializzata nel P2P *crowdfunding*, è stata fondata nel 2005, e la piattaforma *Founding Circle* è stata lanciata nel 2010.

<sup>116</sup> L'opportunità di una disciplina particolare sul *loan-based crowdfunding* nasce a seguito anche del trasferimento a partire dal primo aprile 2014 della regolazione del mercato del credito al consumo dalla competenza dell'*Office of Fair Trading* (OFT) alla FCA: cfr. *CP13/13*, ottobre 2013, Capitolo 1, punto 2.4. WOOLARD, *The Financial Conduct Authority outlines how it will regulate crowdfunding*, ottobre 2013, disponibile all'indirizzo <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/financial-conduct-authority-outlines-how-it-will-regulate-crowdfunding>.

<sup>117</sup> FCA, *Crowdfunding – Find out how crowdfunding works, some of the benefits and risks, and our view of this type of investment opportunity*, febbraio 2018, disponibile all'indirizzo <https://www.fca.org.uk/consumers/crowdfunding>.

<sup>118</sup> SMITH, *Whatever happened to crowdfunding?*, 28 febbraio 2017, disponibile all'indirizzo [https://www.fca.org.uk/publication/research/future-horizons-conference-crowdfunding\\_1.pdf](https://www.fca.org.uk/publication/research/future-horizons-conference-crowdfunding_1.pdf).

<sup>119</sup> La disciplina sulla protezione degli investitori nel *loan-based crowdfunding* è raccolta nel PS14/3, *Detailed rules for the FCA regime for consumer credit*, febbraio 2014, consultabile all'indirizzo [www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-03.pdf](http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-03.pdf).

<sup>120</sup> Tali sono: «*minimum prudential requirements that firms must meet in order to ensure their ongoing viability; firms should take reasonable steps to ensure existing loans continue to be managed in the event of platform failure, rules that firms must follow when holding client money, to minimise the risk of loss due to fraud, misuse, poor record-keeping and to provide for the return of client money in the event of a firm failure; rules on the resolution of disputes; and reporting requirements for firms to send information to the FCA in relation to their financial position, client*

di *investment-based* non si allontana dagli stilemi della vigente legislazione di mercato e dalle regole del *FCA Handbook* <sup>121</sup>, prescrivendo regole aggiuntive, dirette a favorire l'accesso anche per l'investitore *retail*, pur continuando a mirare alla sottoscrizione da parte di quei soli investitori in grado di comprendere e sopportare il rischio finanziario <sup>122</sup>. A tale scopo, la FCA nella PS14/4 ha distinto gli investitori nelle seguenti categorie <sup>123</sup>:

- investitori professionali;
- investitori certificati come investitori sofisticati <sup>124</sup> o “*high net worth*” <sup>125</sup>;

---

*money holdings, complaints and loans they have arranged*»: FCA, CP13/13, Capitolo 1, punto 15, e confermati in seno alla PS14/4, Capitolo 3, a cui si rinvia per un maggiore esame della disciplina originariamente pensata per il *loan-based crowdfunding*. Di recente la disciplina del *loan-based crowdfunding* è stata oggetto di nuove consultazioni e conseguentemente di modifiche. V., FCA, *FCA Handbook changes regarding the segregation of client money on loan-based crowdfunding platforms, the Innovative Finance ISA, and regulated activity of advising on peer-to-peer agreements – Including feedback to CP16/4 and CP16/5, and final rules*, (PS16/8), marzo 2016, consultabile all'indirizzo <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps16-08.pdf>. I documenti di consultazione sono rispettivamente: FCA, *Loan-based crowdfunding platforms and segregation of client money*, (CP16/4\*), disponibile all'indirizzo <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp16-04.pdf>; FCA, *Handbook changes to reflect the introduction of the Innovative Finance ISA and the regulated activity of advising on peer-to-peer agreements Including feedback to DP15/6*, (CP16/5\*\*), disponibile all'indirizzo <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp16-05.pdf>.

<sup>121</sup> «*The rules we consulted on do not affect or limit the applicability of existing legislation. Companies seeking to raise finance by issuing equity or debt securities are responsible for complying with all relevant legislation, including the Companies Act prohibition of the public offer of private company shares. In addition to complying with the disclosure and financial promotion requirements and restrictions in the FCA Handbook, it is for the firms operating crowdfunding platforms, and the companies seeking finance through them, to satisfy themselves that they are meeting any requirement to publish a prospectus (or satisfy themselves that an exemption<sup>15</sup> is available). In line with our Principles, we expect firms that operate investment-based crowdfunding platforms to conduct their businesses with integrity and have system and controls in place to mitigate the risk of offers being made in contravention of applicable legislation. Firms should manage conflicts of interest fairly, both between themselves and their clients, and between the clients seeking to raise finance and the clients looking to invest. Authorised firms should also be aware of clients' right of action arising under FSMA section 138D*»: FCA, *PS14/4 – Our Response*, Capitolo 4, punto 20, 41 ss. Rispetto all'esenzione dall'obbligo del prospetto, la deroga posta dal FSMA s86 (*Financial and Service Market Act 2000*), è valida per titoli dall'ammontare non superiore ai centomila euro. Mentre se l'offerta non eccede l'ammontare dei cinque milioni di euro, l'esenzione dalla disciplina del prospetto è ordinata in conformità alle previsioni della Direttiva Prospetto.

<sup>122</sup> FCA, *CP13/13*, Capitolo 1, punto 16, 6.

<sup>123</sup> SIGNORI e VISMARA, *Returns on Investment in Equity Crowdfunding*, 10 aprile 2016, pp. 14 ss., disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2765488> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2765488>.

<sup>124</sup> COBS 4.12.7R: «*A certified sophisticated investor is an individual: 1) who has a written certificate signed within the last 36 months by a firm confirming he has been assessed by that firm as sufficiently knowledgeable to understand the risks associated with engaging in investment activity in non-mainstream pooled investments; and 2) who has signed, within the period of twelve*

- investitori *retail*, a loro volta distinti in tre *sub* categorie: investitori *retail* supportati da consulenza finanziaria (da parte di un *advisor* o *broker*); investitori *retail* classificati come “*corporate finance contacts*” o “*venture capital contact*”; investitori *retail* i quali provano che l’investimento non sia superiore al dieci per cento del loro capitale netto <sup>126</sup>.

In proposito, è affidato tanto all’impresa, che propone propri prodotti finanziari, quanto alle piattaforme il compito di svolgere un *test* di appropriatezza sulla preparazione in materia finanziaria e sui rischi connessi all’investimento nei confronti degli investitori; *test* che non è necessario ripetere qualora, a giudizio degli stessi soggetti, le valutazioni svolte in precedenza siano da ritenersi ancora attuali <sup>127</sup>.

La determinazione dello *status* di investitore, secondo una delle categorie previste, e il rispetto del preliminare accertamento di appropriatezza (cfr. COBS10), sono le

---

*months ending with the day on which the communication is made, a statement in the following terms: SOPHISTICATED INVESTOR STATEMENT: “I make this statement so that I can receive promotional communications which are exempt from the restriction on promotion of non-mainstream pooled investments. The exemption relates to certified sophisticated investors and I declare that I qualify as such. I accept that the investments to which the promotions will relate may expose me to a significant risk of losing all of the money or other property invested. I am aware that it is open to me to seek advice from an authorised person who specialises in advising on non-mainstream pooled investments. - Signature: - Date:”».*

<sup>125</sup> COBS 4.12.6R: «*A certified high net worth investor is an individual who has signed, within the period of twelve months ending with the day on which the communication is made, a statement in the following terms: “HIGH NET WORTH INVESTOR STATEMENT : I make this statement so that I can receive promotional communications which are exempt from the restriction on promotion of non-mainstream pooled investments. The exemption relates to certified high net worth investors and I declare that I qualify as such because at least one of the following applies to me: I had, throughout the financial year immediately preceding the date below, an annual income to the value of £100,000 or more. Annual income for these purposes does not include money withdrawn from my pension savings (except where the withdrawals are used directly for income in retirement). I held, throughout the financial year immediately preceding the date below, net assets to the value of £250,000 or more. Net assets for these purposes do not include: (a) the property which is my primary residence or any money raised through a loan secured on that property; or (b) any rights of mine under a qualifying contract of insurance; or (c) any benefits (in the form of pensions or otherwise) which are payable on the termination of my service or on my death or retirement and to which I am (or my dependants are), or may be, entitled; or (d) any withdrawals from my pension savings (except where the withdrawals are used directly for income in retirement). I accept that the investments to which the promotions will relate may expose me to a significant risk of losing all of the money or other property invested. I am aware that it is open to me to seek advice from an authorised person who specialises in advising on non-mainstream pooled investments. - Signature: - Date:”».*

<sup>126</sup> Cfr. COBS 4.7.9R, disposizione che rimanda espressamente a COBS 4.12.6R, COBS 4.12.7R, COBS 4.12.8R, che forniscono rispettivamente la definizione legale di “*sophisticated and high net worth investors*”, “*certified sophisticated investors*”, e di “*self-certified investor*”.

<sup>127</sup> FCA, PS14/4 – *Our response*, Capitolo 4, punto 24, 42.



prerogative di base per poter avviare un'offerta diretta di *investment-based crowdfunding* <sup>128</sup>.

Non sono però indicati degli *standard* minimi di *due diligence* o di *disclosure* societaria. Infatti la FCA, facendo seguito ai rischi potenziali rilevati nel documento di consultazione CP13/13 e alle risposte degli utenti ad esso pervenute, si è espressa nei seguenti termini: «*while we acknowledge that crowdfunding and similar activities may benefit the economy, those seeking finance, and some investors, we are also obliged to consider the wider financial market and the need to protect consumers generally. In order to create a proportionate framework that balances regulatory costs against benefits, we are not prescribing how firms should address or disclose the relevant risks. Nor are we proposing to set requirements for minimum standards of due diligence at this stage. At present, it is for firms to determine the risks present in their business models and to develop appropriate processes to deal with them*».

La FCA lascia alla autonomia delle parti – soprattutto delle piattaforme di *crowdfunding* – la ricerca della miglior soluzione regolativa capace di avvicinarsi al punto di equilibrio tra il miglior beneficio economico derivante dall'investimento e la tutela degli investitori. La fiducia incondizionata nel mercato però, non elimina la possibilità di testare nell'evoluzione del fenomeno l'opportunità di un intervento mirato, diretto ad aggiustare le regole di competenza dei gestori e di tutela per gli investitori. Tanto è valso a lodare la regolamentazione del *crowdfunding* come un approccio “*gold-standard*” <sup>129</sup>

Tra le restrizioni al mercato dell'*investment-based crowdfunding*, nella CP13/3 era stato proposto di limitare le negoziazioni tramite piattaforme alle sole

---

<sup>128</sup> Cfr. COBS 4.7.7R «*Unless permitted by COBS 4.7.8R, a firm must not communicate or approve a direct-offer financial promotion relating to a non-readily realisable security to or for communication to a retail client without the conditions in (2) and (3) being satisfied*». In deroga, una società può comunicare o approvare un'offerta di *investment-based*, se la stessa emittente rispetta le regole di idoneità poste dal Capitolo COBS 9; se il cliente al dettaglio dichiara di essere cliente *retail* di altro emittente; se l'investitore sia riconosciuto come “*corporate finance contact*” o “*venture capital contact*”: cfr. COBS 4.7.8R. V. FOLLAK, *Crowdfunding*, cit., pp. 194 ss.

<sup>129</sup> WARDROP e ZIEGLER, *A case of regulatory Evolution: A Review of the UK Financial Conduct Authority's Approach to Crowdfunding*, 17 luglio 2016, disponibile all'indirizzo <https://www.crowdfundinsider.com/2016/07/88046-case-regulatory-evolution-review-uk-financial-conduct-authoritys-approach-crowdfunding/>.

“*unlisted equity shares*” o “*unlisted debt shares*”. Le risposte pervenute nel corso della consultazione hanno posto in luce l’esigenza di chiarire l’esatto confine delle due categorie concettuali, le quali potevano dare corso a facili ambiguità. La FCA, nel testo della PS14/4, supera la precedente dicotomia e la sostituisce con l’unica categoria di “*non-readily realisable security*”, con la precisazione che «*this term will apply to securities that are not “readily realisable securities”, “packaged products” or “non-mainstream pooled investments”*»<sup>130</sup>.

Il meccanismo dell’*investment-based crowdfunding* convince come canale alternativo al finanziamento d’impresa anche per le agevolazioni fiscali previste in favore degli operatori. Il primo incentivo fiscale previsto è il c.d. *Enterprise Investment Scheme* (EIS), il quale sostiene le piccole imprese nella raccolta di mezzi finanziari, offrendo sgravi in contropartita agli investitori. La seconda misura, denominata “*Seed Enterprise Investment Scheme*” (SEIS), aiuta le piccole imprese nella fase iniziale della raccolta e permette agli investitori che acquistano partecipazioni sociali di usufruire di sgravi fiscali ad un più alto tasso<sup>131</sup>.

La disciplina regolamentare del *crowdfunding* in UK è meno stringata rispetto alle scelte legislative compiute in altri ordinamenti: forse perché diverse sono le strutture dei sistemi legislativi; forse perché il *crowdfunding* è un fenomeno che ha la sua *sedes* comunque nel mercato, e dunque non si vuole recidere in maniera netta il nesso con la disciplina dei mercati finanziari; o forse perché il contenuto della regolamentazione non può essere fissato una volta per tutte e governato da una legislazione statica. Ma queste sono semplici impressioni.

Le nuove norme sono entrate definitivamente in vigore il primo aprile 2014<sup>132</sup>, con l’impegno da parte della FCA di procedere ad una revisione completa della

---

<sup>130</sup> Cfr. Annex A, “*Amendments to Glossary of definitions*”, in Appendix 1, PS14/4. Per contro, continuano a fruire di un regime legislativo separato i *non-mainstream pooled investments* (NMPIS) e gli *unregulaed collective investment schemes* (UCISs): Cfr. 4.12 COBS.

<sup>131</sup> ESTRIN, GOZMAN e KHAVUL, *Equity Crowdfunding*, cit., p. 9, nt. 13

<sup>132</sup> Il PS14/4 stabilisce un regime transitorio per permettere alle esistenti piattaforme di adeguare i propri statuti alle nuove regole fissate dalla FCA. Per le piattaforme che praticano il *loan-based crowdfunding*, stabilisce il Capitolo 2, punto 10, che le società con una licenza rilasciata dall’OTF valida al 31 marzo 2014 possono continuare ad esercitare attività di credito al consumo, godendo di un permesso interinale, per il tempo necessario per poter ottenere la relativa autorizzazione, la quale deve essere richiesta entro la data del primo aprile 2016. Al contrario, le piattaforme create dopo l’entrata in vigore delle nuove regole stabilite con il PS14/4 o le imprese esistenti che non



regolamentazione nel 2016<sup>133</sup> e di monitorare l'evolversi del fenomeno regolato nel mercato<sup>134</sup>. Nel dicembre 2016, la FCA ha pubblicato il *Feedback Statment*, “*Interim feedback to the call for input to the post-implementation review of the FCA’s crowdfunding rules*” (FS16/13)<sup>135</sup>, nel quale al Capitolo 1, punto 3, ha dichiarato «*that the market had grown rapidly but, at the time, we did not regard market changes to be sufficient to justify a change in our rules, either to strengthen consumer protection or to relax the requirements that apply to firms. Since then the market has continued to grow and evolve and we believe now is an appropriate time to consider once again whether rule changes are needed*»<sup>136</sup>.

---

erano in possesso di una licenza dell’OTF, devono procedere alla richiesta di autorizzazione per godere del regime prudenziale previsto. Un’ulteriore scadenza è il primo ottobre 2014, data entro la quale i gestori di *loan-based* devono conformare i propri statuti; in ogni caso le regole c.d. “*high-level requirements*”, come ad esempio in tema di qualità dell’informazione, sono immediatamente in vigore al primo aprile 2014. Per i gestori delle piattaforme di *equity-based*, è consentito di poter godere di un periodo transitorio fino al primo ottobre 2014 per poter adattare le proprie regole statutarie alle nuove previsioni della FCA.

<sup>133</sup> FCA, *PS14/4*, Capitolo 1, punto 17.

<sup>134</sup> *In medio tempore*, nel febbraio 2015 la FCA ha pubblicato un *paper* sullo stato del *crowdfunding* ad un anno di distanza dalla uscita delle regole del PS14/4 (FCA, *A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media*, febbraio 2015, disponibile all’indirizzo <https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf>). V. inoltre WARDROP e ZIEGLER, *A case of regulatory*, cit.

<sup>135</sup> Il documento è disponibile all’indirizzo <https://www.fca.org.uk/publication/feedback/fs16-13.pdf>. La stesura del FS16/13 è stata preceduta dal lancio di una *call for input* – aperta in data 8 luglio 2016 e chiusa in data 8 settembre 2016 – diretta ad imprese e investitori per raccogliere le opinioni dei principali attori del *crowdfunding* a due anni dalla sua regolazione. Cfr. FCA, *Call for input to the post-implementation review of the FCA’s crowdfunding rules*, luglio 2016, disponibile all’indirizzo <https://www.fca.org.uk/publication/call-for-input/call-input-crowdfunding-rules.pdf>.

<sup>136</sup> L’*equity-based crowdfunding* in UK è cresciuto, secondo le più aggiornate statistiche, dell’11% passando da 245 milioni di sterline raccolte nel 2015 a 272 milioni di sterline nel 2016. Il dato può apparire esiguo se confrontato con la crescita alla quale si è assistito a cavallo della entrata in vigore della regolazione della FCA: le statistiche registrano che nell’anno 2013 la raccolta si è attestata sulla cifra delle 28 milioni di sterline, e per l’anno 2014 è salita a 84 milioni di sterline, per poi subire un esponenziale incremento nell’anno 2015 con ben 245 milioni di sterline raccolte. Seppure non viaggiano sull’ordine delle centinaia di milioni, sono interessanti anche i livelli di crescita del *debt-based crowdfunding* in Inghilterra: al 2016 sono state raccolte tramite portali 79 milioni di sterline, con una crescita che si aggira intorno al 120% rispetto al solo anno 2016, in cui sono state raccolte 6,2 milioni di sterline; mentre nel periodo *ante* regolazione i dati registrano che al 2015 sono stati raccolti solo 4,4 milioni di sterline e, nel 2013 2,7 milioni di sterline. Per ulteriori dati e cifre, cfr. CAMBRIDGE – CENTRE FOR ALTERNATIVE FINANCE, ENTRENCHING INNOVATION, *The 4th UK Alternative Finance Industry Report*, dicembre 2017, consultabile all’indirizzo [https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user\\_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2017-12-21-ccaf-entrenching-innov.pdf](https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2017-12-21-ccaf-entrenching-innov.pdf).

## 6. La risposta comunitaria al fenomeno *crowdfunding*.

Il lungo cammino del *crowdfunding* in Europa <sup>137</sup> prende avvio con la consultazione lanciata in data 3 ottobre 2013 dalla Commissione Europea (EC) <sup>138</sup>. La Commissione, sulla scorta delle conclusioni raggiunte in seno al Piano d’Azione per l’imprenditorialità 2020 <sup>139</sup> sull’opportunità di rafforzare la rete imprenditoriale nell’area europea e nel Libro Verde sul finanziamento di lungo periodo <sup>140</sup>, ha riconosciuto il pregio del *crowdfunding* come forma di finanza alternativa, da mettere a disposizione della nuova imprenditorialità. In questa maniera, la Commissione ha aperto la strada alla discussione in ambito europeo sull’opportunità del nuovo strumento di finanziamento e sull’azione da intentare per la sua promozione <sup>141</sup>. Nel fare il punto dei risultati percepiti con la consultazione, l’EC pubblica, in data 27 marzo 2014 <sup>142</sup>, la “*Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell’Unione europea*” <sup>143</sup>.

Il documento si presenta come una dichiarazione di intenti, perché, al di là delle preliminari perplessità dovute alla scarsa conoscenza del mezzo, la Commissione esprime la volontà di impegnarsi sul fronte *crowdfunding* attraverso la creazione

---

<sup>137</sup> Sull’opportunità di una regolamentazione unitaria paneuropea, già in tempi non sospetti, HANKS, *Online capital-raising by small companies in the USA after the JOBS Act compared to the same process in the European Union*, in *Capital Markets Law Journal*, 2013, 261 ss.

<sup>138</sup> La consultazione si è chiusa in data 31 dicembre 2013. COMMISSIONE EUROPEA, *Consultation Document, Crowdfunding in the EU - Exploring the added value of potential Eu action*, 2013, consultabile all’indirizzo [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf).

<sup>139</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni – Piano d’Azione Imprenditorialità, Rilanciare lo spirito imprenditoriale in Europa, 2013*, disponibile all’indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0795:FIN:it:PDF>.

<sup>140</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Green Paper – Long-Term Financing of the European Economy*, 2013, 16 ss., disponibile all’indirizzo [http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9df9914f-6c89-48da-9c53-d9d6be7099fb.0009.03/DOC\\_1&format=PDF](http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9df9914f-6c89-48da-9c53-d9d6be7099fb.0009.03/DOC_1&format=PDF).

<sup>141</sup> Concorda con la linea di azione prescelta CONSIGLIO EUROPEO, *Conclusioni 27-28 giugno 2013*, disponibile all’indirizzo <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-104-2013-REV-2/it/pdf>.

<sup>142</sup> M. LAMANDINI – D. RAMOS MÚÑOZ, *Eu Financial Law. An introduction*, Milano, 2016, 251 ss.

<sup>143</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell’Unione europea*, 27 marzo 2014, in part. 9, disponibile all’indirizzo [http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:3e0b89b3-b6cb-11e3-86f9-01aa75ed71a1.0021.01/DOC\\_1&format=PDF](http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:3e0b89b3-b6cb-11e3-86f9-01aa75ed71a1.0021.01/DOC_1&format=PDF).

di un *pool* di esperti, c.d. *European Crowdfunding Stakeholder Forum*, la promozione di campagne di sensibilizzazione e la mappatura delle differenti regolazioni nazionali e delle loro evoluzioni<sup>144</sup>. Ha fatto seguito il lancio di una consultazione, attraverso il Libro Verde sulla costruzione di un'Unione del mercato dei capitali<sup>145</sup>, con il quale è stato sollecitato un parere sul *crowdfunding*, che ha registrato un ampio consenso<sup>146</sup>, e successivamente uno studio per la Commissione Europea a firma di *Crowdsurfer Ltd.* in collaborazione con *Ernst&Young*, pubblicato in data 4 novembre 2015<sup>147</sup>. Tale studio, dopo aver passato in esame le legislazioni nazionali in materia di *crowdfunding* (all'epoca solo l'Italia, la Francia e il Regno Unito), conclude che sul piano interno il *crowdfunding* ha nel lungo termine il potenziale di rinvigorire il mercato interno, riscontrando tuttavia sul piano transnazionale una divergenza tra le discipline nazionali tale da pregiudicare la prestazione di attività transfrontaliere.

Il processo di regolazione europea ha subito una parziale battuta d'arresto con il *Report*, a firma della EC, pubblicato in data 3 maggio 2016. Infatti si legge nel testo che: «*this report demonstrates that crowdfunding remains relatively small in the EU but is developing rapidly. It has the potential to be a key source of financing for SMEs over the long term [...] Given the predominantly local nature of crowdfunding, there is no strong case for EU level policy intervention at this juncture. Crowdfunding is still relatively small and needs space to innovate and*

---

<sup>144</sup> Evidenze tutte che hanno «confermato l'importanza della chiarezza giuridica per tutte le parti interessate. Inoltre, la presenza di approcci nazionali divergenti può frammentare il mercato interno limitando i servizi offerti dalle piattaforme di *crowdfunding* in tutti gli Stati membri, oltre che danneggiare la potenziale crescita del *crowdfunding* in Europa». COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione*, 27 marzo 2014, cit. V. LAMANDINI e RAMOS MÚÑOZ, *Eu Financial Law. An introduction*, Milano, 2016, pp. 251 ss.

<sup>145</sup> Il quesito al numero 9 recita quanto segue: «9) Ci sono ostacoli allo sviluppo di piattaforme adeguatamente regolamentate di *crowdfunding* o di *peer to peer lending*, anche su base transfrontaliera? In caso affermativo, come dovrebbero essere superati?». COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde – Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, 28 febbraio 2015, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=EN>.

<sup>146</sup> Per i documenti correlati alla consultazione lanciata col Libro Verde sulla costruzione di un CMU, si rinvia al presente indirizzo [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm). In dottrina, SUPINO, *Individuazione di «fonti alternative di finanziamento» per le PMI nelle previsioni della Capital Market Union*, in *Contr. e mpr.*, 2016, 4-5, pp. 933 ss.

<sup>147</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Crowdfunding: Mapping EU markets and events study, realizzato da Crowdsurfer in collaborazione con Ernst & Young*, pubblicato in data 4 novembre 2015, disponibile all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/publications/crowdfunding-mapping-eu-markets-and-events-study\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/crowdfunding-mapping-eu-markets-and-events-study_en).

*develop. Given the dynamism of crowdfunding and the potential for future cross border expansion, it will be important to monitor the development of the sector and the effectiveness, and degree of convergence of, national regulatory frameworks»*<sup>148</sup>.

La EC, nel passo citato, afferma che, pur continuando a monitorarne lo stato di avanzamento, per le dimensioni ridotte del *crowdfunding*, esso non rappresenta un'urgenza nell'agenda normativa comunitaria. Il problema centrale è l'assenza di un passaporto europeo per le piattaforme di *crowdfunding*, che ne legittimi e tuteli l'operato. Ma lo stesso problema viene ritenuto superabile dalla Commissione grazie alla presenza di un armamentario normativo comunitario, che trova comunque applicazione nei riguardi dei gestori, in combinato con le legislazioni particolari statali<sup>149</sup>. Per citarne alcuni: la Direttiva Prospetto (2003/71/CE)<sup>150</sup>; la Direttiva MiFID (2004/397/CE); la Direttiva relativa ai sistemi di indennizzo per gli investitori (97/9/EC); la Direttiva *Market Abuse* (2003/6/EC)<sup>151</sup>. Senza ignorare l'importante apporto delle regole private dei gestori, che hanno puntato su strategie reputazionali per migliorare l'attrattività di questa nuova via di investimento. Dunque, ad esempio, la disciplina italiana, congegnata coerentemente al *framework* definito dalla direttiva MiFID, permetterebbe ad un gestore c.d. autorizzato, che collabora con una banca o una società di investimento, di essere in possesso di un "passaporto" per prestare i suoi servizi di

---

<sup>148</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Commissione staff working document, Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, 3 maggio 2016, consultabile all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/system/files/crowdfunding-report-03052016\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/system/files/crowdfunding-report-03052016_en.pdf).

<sup>149</sup> L'applicazione della normativa comunitaria esistente dipende strettamente dal carattere della disciplina nazionale: FOLLAK, *Crowdfunding*, cit., p. 4; GABISON, *Equity Crowdfunding: All Regulated but Not Equal*, in 13 *DePaul Bus. & Comm. L.J.* 359, 2015, p. 382.

<sup>150</sup> «*Despite the harmonising role played by Directive Prospectus 2010/73/EU (Box 1), the EU remains a patchwork of different regulations*»: WILSON e TESTONI, *Improving the role of equity crowdfunding in Europe's Capital Markets*, in *Bruegel policy contribution*, 2014, 11, disponibile all'indirizzo [http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pc\\_2014\\_09\\_crowd.pdf](http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pc_2014_09_crowd.pdf).

<sup>151</sup> Seguono: la Direttiva sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori (2002/65/EC); la Direttiva sui gestori dei fondi alternativi di investimento (2011/61/EU); il Regolamento Eu n. 345/2013 sui fondi europei per il *venture capital*; il Regolamento EU n. 346/2013 sui fondi per l'imprenditoria sociale. Ancora, altre potenzialmente applicabili: la Direttiva relativa all'*e-commerce* (2000/31/EC); la Direttiva sulle pratiche commerciali scorrette (2005/29/EC); la Direttiva sulla pubblicità ingannevole e comparativa (2006/114/EC); la Direttiva sui servizi di pagamento (2007/64/EC); la Direttiva sull'ADR per i consumatori (2013/11/EU). ESMA, *Advice on investment based crowdfunding*, 2014/1560, disponibile all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/search/site/crowdfunding>, che sembra condividere la strada battuta dall'EC.

investimento in un altro Stato europeo. La falla è che l'assenza di una cornice comunitaria si tramuta, sul piano giuridico, in una difficoltà di coordinamento tra categorie di diritto, specie in tema di offerta al pubblico e servizi di investimento; mentre in termini pratici, incrementa i costi amministrativi da sostenere <sup>152</sup>. Sembra che il concetto di località adottato dalla Commissione debba essere inteso in senso territoriale, nel mentre sarebbe stato opportuno accogliere un'accezione di realtà geografica, economica e sociale che ha dato vita al fenomeno, e che non impedisce di catalizzare interessi che varchino i confini nazionali. Inevitabilmente, poi, non curare il fenomeno ha lo svantaggio di indebolire l'unione del mercato dei capitali (CMU), vulnerando la concorrenza economica <sup>153</sup> e ostruendo la concorrenza tra regole. Senza trascurare che un'inerzia da parte delle istituzioni europee è contraria ai principi della libertà di stabilimento <sup>154</sup> e della circolazione dei capitali <sup>155</sup>, oltre che delle politiche in tema di riciclaggio del denaro <sup>156</sup>.

Primi segnali di un cambiamento si leggono nel *Report* del 4 maggio 2017 della EC a firma del Direttore Generale per la Ricerca e l'Innovazione <sup>157</sup>. Invero nel

---

<sup>152</sup> PORTOLANO, *Le modifiche*, cit.

<sup>153</sup> Tra gli studi sui fattori economici che spingono ad una regolamentazione del crowdfunding nell'area europea, PREVIATI, GALLOPPO e SALUSTRI, *Crowdfunding en la Unión europea: factores impulsores y atractivo*, in *Papeles de economía española*, 2015, pp. 104 ss.

<sup>154</sup> Cfr. art. 49 TFUE.

<sup>155</sup> Cfr. art. 63 TFUE.

<sup>156</sup> «È necessario un approccio europeo e uno stretto coordinamento fra autorità. L'integrazione dei mercati richiede regole comuni da applicare con criteri omogenei. Prescrizioni normative valide solo entro i confini domestici sarebbero inadeguate a disciplinare un fenomeno che travalica i limiti territoriali nazionali. Gli arbitraggi normativi vanno evitati, garantendo parità di condizioni tra paesi». PANETTA, *Indagine conoscitiva sulle tematiche relative all'impatto della tecnologia finanziaria sul settore finanziario, creditizio e assicurativo*, 29 novembre 2017, 8, disponibile all'indirizzo <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/indagine-conoscitiva-sulle-tematiche-relative-all-impatto-della-tecnologia-finanziaria-sul-settore-finanziario-creditizio-e-assicurativo/?com.dotmarketing.htmlpage.language=102>.

<sup>157</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Assessing the potential for crowdfunding and other forms of alternative finance to support research and innovation Final Report*, 4 maggio 2017, 57, disponibile all'indirizzo <https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/3190dbeb-316e-11e7-9412-01aa75ed71a1>. Nel frattempo però la Commissione è rimasta comunque attiva e ha continuato a monitorare il sistema, tanto che poco prima aveva lanciato una nuova consultazione sul *Fin-Tech*: COMMISSIONE EUROPEA, *Consultation Document, FinTech: a more competitive and innovative European financial sector*, 23 marzo 2017, disponibile all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-fintech-consultation-document\\_en\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-fintech-consultation-document_en_0.pdf). Tra le risposte pervenute, si segnala quella dell'ESMA, che si dimostra favorevole ad una regolazione standardizzata per tutti i Paesi membri dell'UE al fine di poter realizzare il suo pieno potenziale, e indica come direzioni da intraprendere la definizione degli strumenti negoziabili, l'uniformazione delle soglie di pubblicazione del prospetto e la fissazione di



documento, la Commissione mantiene la posizione secondo cui la normativa MiFID sarebbe sufficiente anche per i gestori di portali, per esercitare *cross-border*, ma al tempo stesso ne mitiga il rigore, ammettendo che per i gestori che cominciano ad operare nel microcredito sia difficile avere contezza delle opportunità e dei vincoli della direttiva come, d'altro canto, sia oneroso permettersi di attivare la procedura per ottenere il “*pass*” per l'Europa <sup>158</sup>.

La svolta definitiva avviene nel marzo di quest'anno. La Commissione Europea pubblica in data 8 marzo 2018 la “*Commission proposal for a regulation on European crowdfunding services providers*” <sup>159</sup>. «*Moreover, the continued*

---

requisiti patrimoniali imposti alle piattaforme in esenzione alla disciplina MiFID. Sino ad allora, l'ESMA aveva appoggiato la scelta di una “*no regulation*” della EC, ma l'evidenza dei dati forse ha portato ad un cambiamento di idee: nell'allegato alla risposta alla consultazione, sottoinea come sull'intero panorama europeo, solo due stati, nella specie Regno Unito e Finlandia, hanno concesso di operare su base transfrontaliera sotto il regime MiFID (ESMA, *Esma response to the Commission Consultation paper on FinTech: a more competitive and innovative financial sector*, 7 giugno 2017, disponibile all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/search/site/crowdfunding>). Per l'Allegato, ESMA, *Investment-based crowdfunding. Insights from regulators in the EU*, 13 maggio 2015, disponibile all'indirizzo [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-856\\_ann\\_1\\_esma\\_response\\_to\\_ec\\_green\\_paper\\_on\\_cmu\\_-\\_crowdfunding\\_survey.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-856_ann_1_esma_response_to_ec_green_paper_on_cmu_-_crowdfunding_survey.pdf).

<sup>158</sup> Non meno interesse è stato dimostrato dal Parlamento Europeo, che in più risoluzioni e relazioni ha affrontato la tematica del *crowdfunding*. Limitatamente al settore dell'*equity* e del *peer to peer crowdfunding*, tra le risoluzioni adottate dal Parlamento si segnalano: la Risoluzione del 9 luglio 2015 su “*Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*” ((2015/2634(RSP)); la Risoluzione del 19 gennaio 2016 sul bilancio e le sfide concernenti la regolamentazione dell'UE in materia di servizi finanziari (2015/2016(INI)); la Risoluzione del 26 maggio 2016 sulla strategia per il mercato unico (2015/2354(INI)), al cui punto 21, in cui invita la EC ad intervenire al fine di elidere i problemi a livello transfrontaliero del *crowdfunding*. Tra le relazioni, invece si indica: la Relazione del 21 dicembre 2015 sul tema “*Verso un atto sul mercato unico digitale*” (2015/2147(INI), di cui è di interesse la parte relativa alla prevenzione di geoblocchi ingiustificati; la Relazione del 29 giugno 2016 sull'accesso al credito per le PMI e il rafforzamento della diversità del finanziamento alle PMI nell'Unione dei mercati dei capitali (2016/2032(INI)); la Relazione del 28 aprile 2017 sulla tecnologia finanziaria: l'influenza della tecnologia sul futuro del settore finanziario (2016/2243(INI)). Fra tutte però spicca, in quanto antesignana all'intero dibattito sulla normativa comunitaria dell'*equity crowdfunding*, la Relazione del Parlamento Europeo del 13 dicembre 2012 sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un programma per la competitività delle imprese e le piccole e le medie imprese (2014 - 2020) (COM(2011)0834 - C7-0463/2011 - 2011/0394(COD)), il cui diciannovesimo emendamento introduce, al testo originario, il considerando 12 -*quater*, il quale recita nel seguente modo: «È altresì opportuno lanciare un'iniziativa intesa a valutare in che modo forme di finanziamento innovative come il “*crowdfunding*” possano andare a beneficio dei nuovi imprenditori e delle PMI, e se e come esse debbano essere promosse a livello europeo, nonché a valutare se sia necessario prevedere un quadro giuridico inteso a definire dette pratiche».

<sup>159</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Commission proposal for a regulation on European crowdfunding services providers*, 8 marzo 2018, disponibile all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/publications/180308-proposal-crowdfunding\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/180308-proposal-crowdfunding_en). La pubblicazione della proposta di regolamento era stata preannunciata con la pubblicazione di un Rapporto (COMMISSIONE EUROPEA, *Report, Identifying market and regulatory obstacles to crossborder development of crowdfunding in the EU*, nel dicembre 2017, disponibile all'indirizzo

*concentration of the European crowdfunding sector in a few Member States has underlined the need to make this funding method available more widely for the benefit of fund seekers and investors in all Member States»*<sup>160</sup>: così si legge nell'*explanatory memorandum* che apre la proposta di regolamento. La base giuridica è l'art. 114 TFUE, ma si è optato per lo strumento del regolamento, in quanto *EU label* che assicura un fermo grado di armonizzazione fra legislazioni frammentate, non soggetto all'intermediazione normativa degli organi nazionali, cosa che accadrebbe in caso di direttiva.

La soluzione adottata nella proposta di regolamento è di creare uno *status* europeo per le piattaforme di *crowdfunding*, il quale non si discosti dai canoni della normativa esistente, ma sia calibrato su di essa; e a cui le piattaforme (previa autorizzazione), possono decidere di aderirvi nel caso vogliano operare in un regime di mutuo riconoscimento. Se la piattaforma intende limitare i propri servizi al perimetro nazionale, varrà la normativa domestica<sup>161</sup>. Le due autorizzazioni, però, non sono cumulabili in quanto l'una fa decadere la persistenza dell'altra<sup>162</sup>.

La proposta di regolamento è destinata alle sole varianti del *lending* e dell'*investment based*, perché, come spiegato all'interno della stessa, le forme di *financial based crowdfunding* sono le uniche che si inseriscono nell'ottica di crescita del mercato e di incentivo per le piccole imprese o per le imprese in fase di espansione<sup>163</sup>. La disciplina europea, ai sensi dell'art. 2, è destinata alle

---

[https://ec.europa.eu/info/publications/171216-crowdfunding-regulatory-obstacles-crossborder-development\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/171216-crowdfunding-regulatory-obstacles-crossborder-development_en)).

<sup>160</sup> Un primo commento sulla proposta di regolamento è a firma di MACCHIAVELLO, *La proposta*, cit., pp. 21 ss.

<sup>161</sup> Tra gli atti preliminari alla proposta di regolazione rientra la pubblicazione, in data 30 ottobre 2017, della valutazione di impatto (COMMISSIONE EUROPEA, *Inception impact assessment, Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance*, disponibile all'indirizzo [http://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-5288649\\_en](http://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-5288649_en)).

Ebbene, la EC asserisce che sono quattro i possibili modi attraverso cui intervenire in sede regolativa. Un primo consiste nel lasciare lo stato di fatto in essere; nessuna regolazione, ma continuare a monitorare il fenomeno attraverso l'indizione di studi e la promozione di *best practices*. Un secondo, avvalendosi dei dati reperiti attraverso l'attività di studio e le *best practices*, è dettare requisiti minimi a cui le piattaforme siano libere di conformarsi. Un terzo, è riformare i testi normativi comunitari vigenti con l'introduzione di disposizioni riferite al *crowdfunding*. Il quarto, ossia l'adozione di un regolamento, è quello adottato in via definitiva dalla Commissione.

<sup>162</sup> Art. 13 della proposta.

<sup>163</sup> La proposta di regolamento presentata dalla EC rientra nel *Piano d'Azione FinTech, FinTech action plan: For a more competitive and innovative European financial sector*, documento

persone giuridiche con sede legale in uno degli Stati membri (art. 4), che forniscano uno dei servizi individuati dall'art. 3 della proposta <sup>164</sup>, e che abbiano chiesto ed ottenuto l'autorizzazione da parte dell'ESMA (artt. 10 e ss.). Sono espressamente escluse le piattaforme che prestano servizi a portatori di progetti qualificabili come consumatori *ex art. 3 (a), Dir. 2008/48/EC*, ovvero per progetti estranei a scopi imprenditoriali. Sono escluse le piattaforme gestite da persone fisiche o giuridiche che abbiano ottenuto l'autorizzazione come impresa di investimento *ex art. 7, Dir. 2014/65/EU (art. 2, par. 2)*.

Rispetto all'offerta sui portali di *investment based*, la bozza del regolamento sancisce che il corrispettivo massimo delle offerte per ciascun progetto deve essere inferiore al milione di euro per un periodo di dodici mesi per godere dell'esenzione dalla pubblicazione del prospetto (art. 1, par. 2, lett. d)).

Ruolo centrale è assegnato all'ESMA. L'autorità è responsabile della procedura di autorizzazione a cui si devono sottoporre i richiedenti, i quali devono soddisfare la molteplicità dei requisiti imposti, tra i quali – in particolare – l'assenza di precedenti per i reati di riciclaggio e finanziamento del terrorismo, reati di diritto societario, fallimentare o dei servizi finanziari (art. 10). Sulla domanda, l'ESMA dovrà esprimersi attraverso provvedimento motivato, sia in caso di accoglimento che in caso di rigetto (art. 11). L'Autorità mantiene in ogni caso il potere di ritirare l'autorizzazione (art. 13), potere che si cumula ai poteri di vigilanza, (art. 12), di procedere ad ispezione e richiedere informazioni (artt. 21-24) e di comminare sanzioni (artt. 28 ss.). Le funzioni dell'ESMA sono sostenute da una

---

preceduto dalla comunicazione *Mid-term review of the capital markets union action plan*. I citati documenti sono disponibili rispettivamente ai seguenti indirizzi [https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-fintech\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-fintech_en); [https://ec.europa.eu/info/publications/mid-term-review-capital-markets-union-action-plan\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/mid-term-review-capital-markets-union-action-plan_en). Si legga per completezza, COMMISSIONE EUROPEA, *Fintech: la Commissione interviene per rendere più competitivo e innovativo il mercato finanziario*, notizie, 8 marzo 2018, disponibile all'indirizzo [https://ec.europa.eu/italy/news/20180308\\_Ce\\_rende\\_mercato\\_finanziario\\_piu\\_competitivo\\_con\\_fintech\\_it](https://ec.europa.eu/italy/news/20180308_Ce_rende_mercato_finanziario_piu_competitivo_con_fintech_it).

<sup>164</sup> Art. 3, rubricato “*Definitions*”, par. 1: «*For the purposes of this Regulation, the following definitions shall apply: (a) ‘crowdfunding service’ means the matching of business funding interest of investors and project owners through the use of a crowdfunding platform and which consist of any of the following: (i) the facilitation of granting of loans; (ii) the placing without firm commitment, as referred to in point 7 of Section A of Annex I to Directive 2014/65/EU, of transferable securities issued by project owners and the reception and transmission of client orders, as referred to in point 1 of Section A to Annex I to Directive 2014/65, with regard to those transferable securities*».



costante attività di dialogo e scambio di informazioni con le autorità di mercato nazionali (art. 25) <sup>165</sup>.

Le piattaforme dovranno operare secondo i canoni di onestà e correttezza professionale (artt. 4 – 6). Rispetto alla disciplina dell'informazione, oltre i soliti oneri di chiarezza espositiva e completezza – dalla natura dell'offerta ai rischi derivanti – viene garantita la tutela all'informazione del cliente *retail* anche in fase precontrattuale (art. 14). All'uopo, i *Crowdfundings service providers* <sup>166</sup> dovranno fornire ai clienti il KIIS, acronimo di *Key Investor Information Sheet*, un documento informativo composto al massimo di sei pagine, contenenti il materiale necessario per permettere al cliente di formare un giusto convincimento sull'operazione (art. 16). La proposta di regolamento impone che il gestore, prima di dare accesso alle informazioni concernenti l'offerta, sottoponga il cliente ad un *test* di appropriatezza, da ripetere con cadenza biennale, il quale però non è ostativo al successivo investimento, ma si presenta come un preliminare avvertimento dato al cliente sulle sue conoscenze finanziarie. Alla valutazione sull'appropriatezza, si affianca un simulatore sulla capacità dell'investitore di sostenere le perdite, al quale l'investitore è comunque libero di sottoporsi.

Stringenti sono le misure relative alla politica della gestione dei conflitti di interesse (art. 7). Per evitare e prevenire i conflitti di interesse, è infatti precluso ai gestori dei portali di poter realizzare investimenti rispetto a progetti pubblicizzati sui propri portali o agire per conto di terzi, neanche per mezzo dei propri amministratori o personale impiegato. Inoltre, non possono ricevere somme ovvero detenere fondi dei propri clienti, se non nei limiti ammessi, in quest'ultimo caso, dalle normative nazionali sui servizi di pagamento. I trasferimenti di denaro dovranno essere effettuati per mezzo di un istituto di pagamento autorizzato alla prestazione dei servizi indicati dalla direttiva PSD2 <sup>167</sup>.

---

<sup>165</sup> L'articolo sembra da doversi leggere in combinato con l'art. 20 che impone alle autorità nazionali oneri di informazione e pubblicazione sui propri siti di riferimento della normativa nazionale e di sue eventuali modifiche.

<sup>166</sup> Art. 3., par. 1, lett. c).

<sup>167</sup> MACCHIAVELLO, *La proposta*, cit., 23.

La proposta della Commissione Europea per la regolamentazione del *crowdfunding* su scala europea è l'ennesimo tratto di un'azione di lungo periodo avviata per lo sviluppo e la crescita delle PMI.

A tale scopo, la definizione di PMI ha il fondamentale ruolo di razionalizzare il dialogo tra i diversi centri normativi – comunitario, nazionali, regionali e locali – e di individuare le imprese che possono giovare delle normative elaborate in loro sostegno.

La prima definizione di PMI è risalente al 2003. La Raccomandazione della Commissione del 6 maggio 2003, 2003/361/CE <sup>168</sup>, all'art. 2 distingue, in base a soglie numeriche, la categoria delle microimprese, delle piccole imprese e delle medie imprese. Le microimprese sono imprese che occupano al proprio interno meno di dieci dipendenti e raggiungono un fatturato annuo ovvero realizzano un totale di bilancio annuo non superiore a due milioni di euro. Le piccole imprese occupano meno di cinquanta dipendenti e il fatturato annuo ovvero il totale di bilancio annuo non supera la soglia di dieci milioni di euro. Infine, le medie imprese sono imprese che occupano meno di duecentocinquanta dipendenti, con un fatturato non superiore a cinquanta milioni di euro, oppure un totale di bilancio annuo non superiore a euro quarantatré milioni. I due requisiti finanziari sono tra loro alternativi, e la scelta è finalizzata a trattare in modo equo imprese che svolgono attività differenti. Di converso, il criterio delle unità occupate, c.d.

---

<sup>168</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Raccomandazione della Commissione del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese, 2003/361/CE*, disponibile all'indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32003H0361>. Il primo Considerando recita quanto segue: «In una relazione presentata al Consiglio nel 1992 su richiesta del Consiglio "industria" del 28 maggio 1990, la Commissione aveva proposto di limitare la proliferazione delle definizioni di piccole e medie imprese in uso a livello comunitario. La raccomandazione 96/280/CE della Commissione del 3 aprile 1996 riguardante la definizione delle piccole e medie imprese, era fondata sull'idea che l'esistenza di definizioni diverse a livello comunitario e a livello nazionale potesse essere fonte di incoerenza. Nell'ottica del mercato unico privo di frontiere interne si era già considerato che il trattamento delle imprese dovesse essere fondato su una base costituita da regole comuni. La conferma di tale approccio è tanto più necessaria se si tiene conto delle numerose interazioni tra provvedimenti nazionali e comunitari di sostegno alle microimprese, alle piccole e alle medie imprese (PMI), ad esempio in materia di Fondi strutturali e di ricerca, e per evitare che la Comunità indirizzi le sue azioni a un certo tipo di PMI e gli Stati membri a un altro. Inoltre il rispetto della stessa definizione da parte della Commissione, degli stati membri della Banca europea per gli investimenti (BEI) e del Fondo europeo per gli investimenti (FEI) può rendere più coerenti ed efficaci tutte le politiche a favore delle PMI, limitando rischi di distorsione della concorrenza». La richiamata Raccomandazione 96/280/CE è stata abrogata con l'art. 9, Allegato 1, dello stesso documento.

effettivi <sup>169</sup>, ha carattere imprescindibile <sup>170</sup>. La definizione di PMI, secondo indici numerici, nasce dal fondato timore che una definizione basata su criteri qualitativi possa essere aggirata dalle grandi imprese. Queste ultime, procedendo a frazionamenti, potrebbero sfruttare a proprio vantaggio le misure agevolative previste <sup>171</sup>. Evenienza che si ripercuoterebbe inesorabilmente sulle stesse PMI, compromettendone la posizione all'interno del mercato.

Allo stesso scopo le soglie quantitative devono tener conto – a determinate condizioni – della natura di imprese autonome, ovvero di imprese associate o collegate (cfr. artt. 3 e 4 della citata Raccomandazione).

Di recente, il nuovo Regolamento Prospetto, n. 1129/2017, non ha depennato la precedente definizione, bensì l'ha rimaneggiata. Ai sensi dell'art. 2, lett. f), sono "piccole o medie imprese" le «1. società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a quarantatré milioni di euro e fatturato netto annuale non superiore a cinquanta milioni di euro; 2. oppure piccole e medie imprese quali definite all'articolo 4, paragrafo 1, punto 13, della direttiva 2014/65/CE», definizione, quest'ultima, che tiene conto del valore della capitalizzazione di borsa, inferiore ad euro duecento milioni, conteggiata sulle quotazioni di fine anno degli ultimi tre anni civili.

Relativamente alla prima accezione, si evince che viene a sfumarsi la nota distinzione tra categorie – microimprese, piccole e medie imprese – in quanto decadono i requisiti medi e vengono ricomprese tutte sotto il tetto delle soglie fornite per le medie imprese. In più, i tre requisiti sono equipollenti e alternativi, sicché l'attestato di PMI vale o in base alle unità occupate – medie e non più massime – o in base ai valori contabili registrati dello stato patrimoniale o del fatturato netto annuale. L'ampliamento della franchigia nella definizione di PMI, data dal Regolamento Prospetto del 2017, non supera né tanto meno abroga quella

---

<sup>169</sup> IBIDEM, art. 5, Allegato 1, Racc. 2003/361/CE.

<sup>170</sup> IBIDEM, Considerando n. 4).

<sup>171</sup> In proposito si rimanda alla distinzione tra imprese associate e collegate presente nella richiamata raccomandazione ex art. 3, Allegato 1, Racc. 2003/361/CE:

della Raccomandazione del 2003, ma si conforma alle istanze di efficienza dei mercati.

Nella mentalità delle istituzioni europee non si è mai persa la distinzione interna tra le diverse dimensioni. Infatti la definizione rassegnata dalla Raccomandazione del 2003 campeggia in numerosi atti legislativi, comunitari e non, suscitando il dubbio sulla sua attuale tenuta a seguito della distorsione dei livelli di crescita, dovuti all'inflazione e alla crisi dei mercati <sup>172</sup>.

La risoluzione del Parlamento europeo del luglio 2018 ha risolto l'interrogativo affermando che non è necessario procedere ad una revisione sostanziale della nozione classica di PMI <sup>173</sup>, che si conferma come uno strumento di coerenza di un contesto giuridico corredato da norme chiare <sup>174</sup>. Anzi, viene esternata la volontà di dare maggior coerenza all'uso dell'acronimo di MPMI (micro impresa) <sup>175</sup>, al fine di dare adeguata considerazione alle micro imprese; e, al contempo, si suggerisce di introdurre una definizione per il fenomeno delle *mid-cap* <sup>176</sup>.

L'atto di indirizzo propone così un'ulteriore categorizzazione, la quale tiene conto dello stadio nella vita economica della PMI. Alla già descritta figura della *start-up*, intesa come l'impresa che si affaccia al mercato per raccogliere i finanziamenti necessari per dare avvio alla propria attività, si affianca la *scale-up*. L'impresa *scale-up* è l'impresa *start-up* ormai divenuta matura, ma la cui crescita si è arrestata a causa della scarsità dei finanziamenti. Pertanto, si tratta di imprese che hanno già condotto brillantemente un primo *seed* di finanziamento e hanno ottenuto una certa credibilità sul mercato, ma non sono così robuste da poter affrontare la sfida dei mercati di borsa. Dunque, dopo una prima fase c.d. di

---

<sup>172</sup> PARLAMENTO EUROPEO, *Interrogazione con richiesta di risposta orale alla Commissione sulla definizione di PMI*, O-000050/2018.

<sup>173</sup> PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione del Parlamento Europeo del 4 luglio 2018 sulla definizione di PMI*, (2018/2545(RSP)), lett. f). Invero il Parlamento Europeo, assecondando il carattere di flessibilità della definizione della Raccomandazione del 2003, esorta la Commissione ad adeguare la definizione di PMI in vista della congiuntura economica ed occupazionale al fine di evitare che sia necessario una reale rivalutazione della definizione di PMI. Cfr. IBIDEM, punti 2) e 4). V. altresì, PARLAMENTO EUROPEO, *Progetto di proposta di risoluzione sulla definizione di PMI*, 26 febbraio 2018, 2018/2545(RSP), documento disponibile all'indirizzo [http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2014\\_2019/plmrep/COMMITTEES/ITRE/RE/2018/03-21/1144252IT.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2014_2019/plmrep/COMMITTEES/ITRE/RE/2018/03-21/1144252IT.pdf).

<sup>174</sup> IBIDEM, lett. E).

<sup>175</sup> IBIDEM, punto 5).

<sup>176</sup> IBIDEM, punto 10).

“*chasm growth*”, si impantanano in una situazione di “*crash and burn*”, deteriorando i risultati sino a quel momento conseguiti. Alle PMI *retail – start-up* e *scale-up* – concorre la realtà delle PMI *mid-cap*. Tali sono le imprese societarie di media capitalizzazione, le quali non rientrano più nei parametri della PMI, ma mantengono le strutture tipiche di queste ultime: sono imprese in fase di crescita, considerate meno rischiose rispetto ad una *small-cap*, ma più rischiose di una *large-cap*.

Le *policies* dell’Unione Europea hanno sempre mirato all’obiettivo di migliorare il contesto imprenditoriale e di promuovere un contesto economico-giuridico che favorisca l’inclusione sul mercato delle piccole e medie imprese.

Nel tempo, la mole di programmi è andata esponenzialmente crescendo <sup>177</sup>. Il principale obiettivo è stato – ed è tuttora – rendere più efficiente il mercato unico europeo (*Capital Market Union*). Gli ostacoli incontrati dalle imprese sottodimensionate sono di natura regolamentare di accesso al finanziamento, fattori che, accompagnati alla mancanza di informazioni sulle possibilità di finanziamento, portano le imprese a prosperare in fase iniziale ma a bloccarsi prima dell’espansione o, addirittura, a decidere scientemente di non crescere per non imbattersi negli oneri regolamentari e amministrativi che lo stadio adulto d’impresa comporta. Il programma *Horizon 2020*, tra i propri capisaldi, prevede l’avvio di iniziative dirette, non solo al risanamento dei bilanci d’impresa deteriorati dalla crisi finanziaria, ma anche di dare nuovi stimoli all’imprenditoria, specie sottodimensionata. Lo *Small Business Act* (SBA) aggrega le istanze di una regolamentazione che ponga al centro la PMI <sup>178</sup>, in considerazione del rilevante apporto rispetto ai profili R&I (ricerca e innovazione) <sup>179</sup> e crescita occupazionale.

---

<sup>177</sup> Tra i primi documenti programmatici, COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, *Comunicazione dalla Commissione, Carta Europea per le piccole imprese - relazione annuale di attuazione, 7 marzo 2001*, COM(2001) 122.

<sup>178</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Uno «Small Business Act» per le pmi europee, Comunicazione della Commissione europea «Una corsia preferenziale per la piccola impresa». Alla ricerca di un nuovo quadro fondamentale per la piccola impresa (uno «Small Business Act» per l’Europa)*, COM(2008) 394 def., disponibile all’indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=LEGISSUM%3Act0001>.

<sup>179</sup> In proposito, il Parlamento Europeo, nel programma denominata “Unione dell’innovazione”, al punto 28 «sottolinea il pericolo che il termine “innovazione” diventi un logoro cliché che genera autocompiacimento semplicemente attraverso l’uso ripetuto; l’innovazione da sola non è una panacea per affrontare ogni problema e non può essere evocata a piacimento in tempi di crisi

Il programma prende forma sulla base di dieci principi. In particolare il terzo, “*Think Small First*”, implica l’attuazione di politiche volte alla semplificazione dei carichi normativi ed amministrativi, il cui reale conseguimento è saggiato tramite il c.d. “*test PMF*”, ossia un sistema per la valutazione d’impatto delle norme sulle PMI e per il varo di proposte per la semplificazione burocratica degli oneri<sup>180</sup>. Tra queste si annoverano le *policies* promulgate sotto l’etichetta “*Una sola volta*”, secondo la quale le autorità pubbliche devono astenersi dal richiedere nuovamente documenti ed informazioni già ottenuti nel corso di altro procedimento; nonché, “*Legiferare con intelligenza*”, intesa ad avviare un’indagine per eliminare le previsioni in *surplus* che si traducono in un inutile onere<sup>181 182</sup>.

---

economica e sociale. Al contrario, deve essere un impegno costante nel settore pubblico e privato da sostenere attivamente attraverso strategie di coesione didattica, di ricerca, industriale, sociale e ambientale dell’Unione e dei suoi Stati membri». Cfr. PARLAMENTO EUROPEO, *Unione dell’innovazione: trasformare l’Europa per un mondo post-crisi, Risoluzione del Parlamento europeo del 12 maggio 2011 sull’Unione dell’innovazione: trasformare l’Europa per un mondo post-crisi*, (2010/2245(INI)).

<sup>180</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento Europeo, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, "Pensare anzitutto in piccolo" (Think Small First) Uno "small Business Act" per l’Europa*, 30 settembre 2009, COM(2008) 394 definitivo/2.

<sup>181</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle Regioni, “Legiferare con intelligenza - Rispondere alle esigenze delle piccole e medie imprese”*, 7 marzo 2013, COM(2013) 122 final. Si inserisce all’interno dell’iniziativa “Legiferare meglio”, il programma REFIT (*Regulatory Fitness and Performance Programme*). L’obiettivo, promosso dalla Commissione, e di proseguire, secondo programmi di lavoro annuali, una regolamentazione improntata alla semplificazione, i cui benefici si traducono in termini di sgravio dei costi e riduzione degli oneri burocratici in capo alle imprese. Per un approfondimento e per osservare i risultati nel tempo raggiunti, si consulti l’indirizzo [https://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/evaluating-and-improving-existing-laws/refit-making-eu-law-simpler-and-less-costly\\_it#principali-risultati-conseguiti](https://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/evaluating-and-improving-existing-laws/refit-making-eu-law-simpler-and-less-costly_it#principali-risultati-conseguiti). In dottrina, VOSA, “*Legiferare con intelligenza*” fra contenuto e forma: le procedure di codificazione e rifusione nel diritto parlamentare europeo, in *Osservatoriosullefonti.it*, 2011, 3, disponibile all’indirizzo <https://www.osservatoriosullefonti.it/archivi/archivio-saggi/530-3-giuliano-vosa>.

<sup>182</sup> Fermo all’anno 2016, il settimo *Report* sullo stato di attuazione dello SBA nel contesto giuridico italiano fa menzione della revisione del Regolamento Consob sull’*equity crowdfunding*, che ha portato all’inclusione delle PMI innovative tra i soggetti emittenti. Tra le altre misure rese operative nell’ambito delle politiche dello SBA, precipuamente al terzo principio, appunto “Pensare anzitutto in piccolo”, l’Italia ha adottato il d.lgs. n. 139/2015 sui bilanci semplificati delle piccole società e micro imprese, il quale attua a livello nazionale la direttiva 2013/34/UE, ossia la nuova direttiva contabile che ha sostituito la direttiva CEE n. 78/660, nota IV direttiva. Cfr. MISE, *Small Business Act. Le iniziative a sostegno delle micro, piccole e medie imprese adottate in Italia nel secondo semestre 2015 e nel primo semestre 2016*, Rapporto 2016, disponibile all’indirizzo <https://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/198-notizie-stampa/2035809-small-business-act-online-il-7-rapporto-di-monitoraggio-delle-misure-a-favore-delle-pmi>.

Questi scopi molteplici sono stati perseguiti con soluzioni adottate nell'ambito delle politiche commerciali, degli appalti pubblici e della proprietà intellettuale, come rispetto ai sistemi di composizione delle controversie transfrontaliere. Nella stessa prospettiva si collocano la formazione di *cluster* o reti d'impresa, che convogliano esponenti dal mondo delle istituzioni politiche, del credito e dell'imprenditoria <sup>183</sup>.

Tra le iniziative messe sul tavolo, in aderenza al profilo del finanziamento, la Commissione ha creato lo strumento del *Microfinance Progress*. L'istituto sostiene la costituzione e lo sviluppo di piccole imprese, non finanziando direttamente le PMI, ma concedendo garanzie in loro favore agli intermediari del microcredito <sup>184</sup>.

L'ambiente si presenta ancora ostico per la realtà dell'impresa *start-up* e *scale-up*. Secondo una consultazione pubblica lanciata dalla Commissione nel 2016 <sup>185</sup>, il mercato unico risulta ancora troppo frammentato, con la conseguenza che le PMI «incontrano ancora troppi ostacoli regolamentari e amministrativi, in particolare nelle situazioni transfrontaliere», che ne impediscono la crescita e l'espansione; «le possibilità di trovare potenziali *partner* del mondo della finanza, dell'impresa e delle autorità locali sono troppo scarse, sia per le *start-up* che per le *scale-up*»; infine «l'accesso ai finanziamenti è uno degli ostacoli principali all'espansione delle *start-up*». Nel prenderne atto, la Commissione ha stilato il programma “*Start-up Europe Initiative*”, il quale ha trovato larghi consensi tra gli organi istituzionali e riscontro negli interessi esposti dal mondo della piccola

---

<sup>183</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Consiglio, al parlamento Europeo, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, Riesame dello "Small Business Act" per l'Europa*, 23 febbraio 2011, COM(2011) 78 definitivo, disponibile all'indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011DC0078&qid=1541928709916&from=EN>.

<sup>184</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, Attuazione dello strumento europeo Progress di microfinanza*, 20 ottobre 2014, COM(2014) 639 final, disponibile all'indirizzo <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?langId=it&catId=836#navItem-2>, ivi per ulteriori informazioni.

<sup>185</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Public Consultation under the Start-up Initiative*, 31 marzo 2016, disponibile all'indirizzo [http://ec.europa.eu/growth/content/public-consultation-under-start-initiative-0\\_it](http://ec.europa.eu/growth/content/public-consultation-under-start-initiative-0_it).

imprenditoria con lo “*Scale-up Manifesto*”<sup>186</sup>. Tra le prime azioni dichiarate, il documento si propone di modificare il programma *Horizon 2020*, per il biennio 2018-2020, al fine di incentivare «la piena adozione di un approccio dal basso verso l’alto, in modo tale che i progetti innovativi trasversali tra settori/tecnologie diventino ammissibili al sostegno; un accesso facilitato delle start-up al sostegno finanziario e tecnico; una maggiore attenzione alle innovazioni pioneristiche e creatrici di mercato dotate di potenzialità in espansione»<sup>187</sup>. In tal senso, è stato esteso e rafforzato il FEIS (Fondo europeo degli investimenti strategici), uno dei tre pilastri dell’*Investment Plan for Europe*, avente il primario obiettivo di sopperire ai *gap* di mercato incentivando gli investimenti privati<sup>188</sup>. Nella stessa direzione, tra le altre misure è stato previsto l’ampliamento della EEN, acronimo di *Enterprise Europe Network*, una rete di consulenza per le *start-up* e le *scale-up* relativamente alle opportunità sui modi di finanziamento, sui partenariati e gli appalti pubblici transfrontalieri<sup>189</sup>; inoltre, sono state rafforzate le strategie di *exit* dall’investimento iniziale in *start-up* e *scale-up* mediante la creazione dei mercati di crescita delle PMI<sup>190</sup>.

I nuovi corsi legislativi per la creazione di un ecosistema imprenditoriale congeniale alle PMI sono ancora in fermento. Il Parlamento Europeo, a tal fine, «ritiene che la promozione dello spirito imprenditoriale sia importante per la crescita economica dell’Unione europea; accoglie con favore il periodo di transizione di due anni durante il quale, ad esempio le imprese a forte crescita manterrebbero lo status di PMI; *inoltre* invita a valutare la necessità di prorogare il periodo di transizione; *ed infine* esorta la Commissione a continuare a impegnarsi per aiutare gli imprenditori, le *start-up* e le PMI relativamente alle

---

<sup>186</sup> Il documento è consultabile all’indirizzo [http://scaleupeuropemanifesto.eu/pdf/Scale\\_Up\\_Europe\\_Brochure.pdf](http://scaleupeuropemanifesto.eu/pdf/Scale_Up_Europe_Brochure.pdf).

<sup>187</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, Le nuove imprese leader dell’Europa: l’iniziativa Start-up e scale-up*, 22 novembre 2016, COM(2016) 733 final, p. 3, disponibile all’indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016DC0733&from=IT>.

<sup>188</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *European Fund of Strategic Investments*, disponibile all’indirizzo [https://ec.europa.eu/growth/industry/innovation/funding/efsi\\_it](https://ec.europa.eu/growth/industry/innovation/funding/efsi_it).

<sup>189</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione* 22 novembre 2016, cit., 6.

<sup>190</sup> IBIDEM, 12. Si rinvia altresì al Capitolo 1, par. 3.1.



iniziative per a raccolta di fondi, incluse nuove iniziative come il finanziamento collettivo».

## CAPITOLO III

### LE *START-UP* E LE PMI COSTITUITE IN FORMA DI SOCIETÀ A RESPONSABILITÀ LIMITATA

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Le peculiarità del tipo s.r.l. – 2.1. La riforma del diritto societario e il mantenimento di una struttura finanziariamente chiusa. – 2.2. Le *start-up* innovative e le PMI costituite in forma di s.r.l.: l’impatto delle novità sulle regole societarie. – 3. Le deroghe al diritto societario. – 3.1. La standardizzazione di quote di s.r.l. ... – 3.1.1. ...la creazione di categorie di quote. – 3.2 La circolazione “dematerializzata” delle quote di s.r.l. – 3.3. La disciplina del *self placement*. – 4. La possibile creazione di un mercato secondario per le quote di partecipazione di start-up e PMI costituite in forma di s.r.l. – 5. La PMI e le deroghe al diritto comune della s.r.l.: tipo o modello?

#### 1. Premessa.

In occasione dell’esordio del finanziamento tramite *equity based crowdfunding* nel nostro ordinamento giuridico, il legislatore si è reso nuovamente artefice di modifiche al diritto societario, in specie rispetto alla disciplina delle società a responsabilità limitata.

Il fulcro delle modifiche è nell’art. 26 del d.l. n. 179/2012. La norma ha carattere eversivo in quanto travolge aspetti peculiari del tipo, espressione della sua stessa ragion d’essere. All’atto della sua introduzione, la previsione era ad esclusivo appannaggio delle *start-up* innovative s.r.l. Ma la progressiva apertura del finanziamento tramite portali culminata con l’estensione alla generalità delle PMI, spinge a rimeditare, in considerazione del dato empirico, sul rapporto tra la norma speciale e le norme di diritto comune: il maggior numero di PMI presenti in Italia è costituito secondo il tipo sociale della s.r.l.

Il presente capitolo affronta le novità apportate in ambito societario dal Decreto Crescita *bis* e l’ordine è quello che segue. La prima parte è dedicata alle specificità della materia della s.r.l., le quali giustificano le ragioni per cui, con il passaggio della riforma del diritto societario, si sia mantenuta una struttura finanziariamente chiusa. Il cuore del capitolo è incentrato sull’analisi delle deroghe alla disciplina comune – la standardizzazione e la creazione di categoria di quote di s.r.l., la circolazione in forma dematerializzata delle quote e le

operazioni sulle proprie partecipazioni, ossia piani di *stock options* e di *work for equity* – per poi interrogarsi se, alla luce delle novità indicate, sia possibile la formazione di un mercato secondario per le quote di partecipazione in s.r.l. L'ultima parte conclude la riflessione sulla natura delle nuove PMI s.r.l., se nuovo tipo societario ovvero un ulteriore modello della s.r.l. ordinaria.

## 2. Le peculiarità del tipo s.r.l.

Non basterebbe lo spazio di un trattato per parlare della società a responsabilità limitata in considerazione della lunga storia normativa che la accompagna: da fenomeno societario di importazione<sup>1</sup> sino a divenire uno dei temi nelle agende delle riforme dei legislatori contemporanei.

La società a responsabilità limitata è il tipo societario capitalistico il quale combina, al beneficio dell'autonomia patrimoniale perfetta, la maggiore rilevanza della posizione del singolo socio all'interno del contratto sociale: la persona del socio è il *prius* logico-giuridico rispetto alla partecipazione sociale, che è invece il *posterius*.

Infatti, il principio su cui ruota l'intera normativa è la centralità della persona del socio, che si rende sostanziale attraverso l'ampia autonomia privata conferita ai soci nel conformare – nei limiti imposti dalla legge – le regole di organizzazione e

---

<sup>1</sup> Il progenitore della fattispecie è la figura della *private company* di diritto inglese. Inizialmente il beneficio della responsabilità limitata era oggetto di concessione regia (*chartered company*) o legge del parlamento (*statutory company*). Fu solo con il *Company Act* del 1844 che la responsabilità limitata venne estesa alla generalità delle società registrate, senza ammettere al beneficio anche i soci. Con i successivi *Companies Acts*, la disciplina andò nel tempo arricchendosi: tra tutti si ricorda il *Companies Act* del 1900, che vietava alle *private companies* di invitare il pubblico alla sottoscrizione di quote sociali. Ma l'antecedente storico più significativo è, senza dubbio, la tedesca *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* (GmbH). La società a responsabilità limitata viene introdotta nel nostro sistema giuridico solo con il codice civile del 1942, anche se le proposte furono avanzate già durante i lavori per il primo codice di commercio unitario del 1865: l'esigenza era di superare la tradizionale tripartizione delle società commerciali in collettiva, accomandita e anonima. Ne sono testimoni prima il progetto Vivante del 1922, e poi il progetto D'Amelio del 1925. Tra i più fervidi sostenitori della società a responsabilità limitata si cita Ascarelli, il quale si laureò con lode discutendo una tesi dal titolo "Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia", pubblicata in *Riv. dir. comm.*, 1924, I, pp. 419 ss. Per la ricostruzione storico-comparata della s.r.l., v. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, in *Tratt. dir. civ. comm.*, già diretto da Cicu, Messineo, Mengoni e continuato da Shlesinger, Milano, 1982, XXX, t. 1, pp. 1 ss. Su Tullio Ascarelli, la sua vita e i suoi studi, si rimanda al saggio di STELLA RICHTER JR., *Tullio Ascarelli studente*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 1237 ss.

funzionamento dell'ente societario, tanto in fase di redazione dell'atto costitutivo quanto in sede di successive modifiche<sup>2</sup>.

L'enunciato normativo, che compendia lo spirito dell'istituto, è l'art. 2468, co. 1, c.c., il quale recita: «le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari».

La quota di partecipazione in s.r.l. non può essere equiparata alla partecipazione azionaria. Quest'ultima è un valore frazionario del capitale sociale, ricavato in forza di un principio matematico-astratto, che prescinde dal numero dei soci<sup>3</sup>. Invece, la quota di partecipazione in s.r.l. risponde ad un criterio personalistico nella divisione del capitale sociale, in quanto a ciascun socio spetta la titolarità di un'unica partecipazione sociale, generalmente proporzionale al conferimento. Insiste, pertanto, sotto il profilo quantitativo un rapporto di tendenziale biunivocità tra socio e quota di partecipazione<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> In forza dell'ampia autonomia negoziale riservata ai soci di s.r.l., è possibile inserire nelle clausole dell'atto costitutivo quanto nella s.p.a. avrebbe la propria sede elettiva all'interno dei patti parasociali. La differenza è sul piano dell'efficacia. Se nella s.p.a. una clausola conformativa all'interno di un patto parasociale ha efficacia obbligatoria *inter partes*, e dunque è vincolante per i soli aderenti al patto; una medesima pattuizione inserita all'interno dell'atto costitutivo di una s.r.l. acquista efficacia reale *erga omnes*, nei confronti dell'intera compagine sociale e della società stessa. Pertanto se, nel primo caso, la violazione si traduce in una forma di responsabilità contrattuale, nel secondo caso, oltre all'azione di risarcimento del danno, la violazione occasiona una pronuncia di invalidità della decisione assunta in contrasto con la clausola dell'atto costitutivo.

<sup>3</sup> L'art. 2346, co. 4, c.c. stabilisce che «a ciascun socio è assegnato un numero di azioni proporzionale alla parte del capitale sociale sottoscritta, e per un valore non superiore a quello del suo conferimento», salvo diversa previsione posta in una clausola dello statuto. Sul problema dell'emissione delle azioni “sotto la pari” si rinvia al recente volume di ACCETTELLA, *L'assegnazione non proporzionale delle azioni*, in *Sistema finanziario e diritto dell'impresa*, Milano, 2018.

<sup>4</sup> Il legame biunivoco tra numero di quote e numero dei soci può essere rotto in caso di comproprietà delle partecipazioni (art. 2468, co. 5, c.c.). In dottrina, v. ZOPPINI e ROJAS ELGUETA, *Sub Art. 2469*, in *S.r.l. Commentario*, a cura di Dolmetta e Presti, Milano, 2011, pp. 307 ss. Sul principio “un socio-una quota” si era già espresso in termini critici Rivolta. È da precisare che il pensiero dell'A. si basa sulla normativa precedente alla riforma del diritto societario, secondo la quale la quota era scomponibile in parti unitarie del valore non inferiore a mille lire (art. 2474, v.t.). L'A. parte dal definire il significato del concetto di quota, sia come “quota di partecipazione” che come “quota sociale”: indica «la posizione giuridica del socio, nel suo rapporto quantitativo con la posizione di tutti gli altri soci». Tale definizione «non rappresenta certo un punto d'arrivo ma solo un punto di partenza dell'indagine», sicché è compito del giurista positivo indagare sulla natura e sul contenuto per poterne ricostruire la disciplina. Sul rapporto quantitativo, l'opinione maggioritaria in dottrina – l'A. tra tutti cita Ferri – afferma che al socio è consentita la titolarità di un'unica quota di partecipazione in s.r.l.; unica parziale apertura è nel caso di successivo acquisto di altre quote sociali da parte di chi è già socio della s.r.l. coinvolta, poiché se le quote materialmente si fondono tra loro, rimangono distinte nelle loro singolari peculiarità. Mentre è minoritaria la tesi sostenuta dall'A., il quale obietta che: «dalla circostanza che le quote, a

Il carattere di proporzionalità si esprime sia nel valore nominale della partecipazione sociale, sia nei diritti amministrativi e patrimoniali annessi alla quota di partecipazione. Detto principio ha però natura dispositiva: è possibile attribuire alla quota un valore non proporzionale alla misura del conferimento, purché *ex art* 2464, co. 1, c.c., «il valore dei conferimenti non sia complessivamente inferiore all’ammontare globale del capitale sociale»; inoltre, è possibile differenziare le posizioni sociali mediante clausole inserite nell’atto costitutivo. Infatti, è consentito esaltare la posizione dei soci *uti singuli* mediante l’attribuzione di diritti particolari «riguardanti l’amministrazione della società o la distribuzione degli utili»<sup>5</sup> (art. 2468, co. 3, c.c.)<sup>6</sup>, i quali non cadono sulla quota – bene giuridico – arricchendola di contenuto, ma sono inscindibili dalla persona del socio: basti qui ricordare che i diritti particolari non seguono le vicende circolatorie delle quote di partecipazione a cui sono correlati, salvo diversa

---

differenza delle azioni, possono essere di diverso ammontare (art. 2474, secondo comma, c.c., v.t.), non è consentito dedurre che il socio può avere soltanto una quota, se non dimostrando l’esistenza di un rapporto di consequenzialità necessaria tra premessa e conclusione. [...] Sembra poi contraddittorio ammettere che le quote possano essere dotate di diritti ed obblighi diversi – o addirittura ammettere che possano esistere “categorie” diverse di quote – e nello stesso tempo generalizzare la conclusione secondo cui ogni socio può essere titolare d’una sola quota, sostenendo che le quote di nuovo acquisto si fondono con la quota originaria». Continua l’A. evidenziando come la legge non fornisca dati inequivoci. Infatti: «di fronte agli artt. 2475, n. 5, e 2497 c.c., nei quali l’indicazione statutaria e il mancato pagamento sono riferiti alla quota (e non alle quote) del socio, si potrà tutt’al più ammettere che il legislatore consideri normale la sottoscrizione di una sola quota. Ma questo argomento non ha certo peso maggiore di quello desumibile, in senso opposto, dall’art. 2497, secondo comma, c.c., là dove la norma si riferisce al “periodo in cui le quote risultano essere appartenute ad una sola persona”. [...] Decisiva, a favore della nostra tesi, sembra comunque la constatazione della mancanza di un qualsiasi interesse sostanziale che possa giustificare, nel contesto della disciplina italiana del tipo di società considerata, il divieto di titolarità di più quote. Mentre non mancano, a reclamare la sua ammissione, interessi meritevoli di tutela (e coordinati con interessi sicuramente tutelati dalla legge): accanto al già accennato interesse dei soci di avere, ad un tempo, quote normali e quote privilegiate, si consideri l’interesse a conservare una parziale disponibilità della posizione di socio, pur in presenza di una clausola statutaria di indivisibilità delle quote (clausola che a sua volta asseconda interessi e non incompatibili). La spiegazione del contrario insegnamento della dottrina va forse cercata nella sua sensibilità alle esigenze di armonia costruttiva, che inducono ad esaltare gli elementi di differenziazione tra quote ed azioni, traendone tutte le conseguenze logicamente possibili, anche nell’intento di giustificare la creazione del tipo minore di società di capitali». In chiusura di discorso, l’A. sottolinea che «unico è il rapporto di cui ogni socio è investito, indipendentemente dal numero delle azioni e dall’entità, o dal numero, delle quote a lui appartenenti; numero od entità che influiscono sulla misura della partecipazione ai proventi sociali e al governo della società, ma non possono mai tradursi in un moltiplicatore della posizione di socio». I passi sono tratti da RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, cit., pp. 150 ss., in part. pp. 159 ss.

<sup>5</sup> Fatto salvo il rispetto del divieto del patto leonino, principio enunciato per la società semplice ma che conforma trasversalmente l’intera branca del diritto societario, dalle società di persone alle società di capitali.

<sup>6</sup> *Ex multis*, DACCÒ, “Diritti particolari” e recesso dalla s.r.l., Milano, 2013.

previsione <sup>7</sup>. Alla medesima *ratio* risponde la norma che impone la modificazione dei diritti particolari solo mediante il concorso dell'unanimità di tutti i soci, salvo che non sia prescritto diversamente dall'atto costitutivo (art. 2468, co. 4, c.c.) <sup>8</sup>.

A monte, ne è influenzata la disciplina dei conferimenti. Se nella s.p.a. la disciplina codicistica si premura di distinguere tra apporti imputabili a capitale e non, la norma dell'art. 2464, co. 2, c.c., ammette, a titolo di entità conferibili per la formazione del capitale sociale in s.r.l., tutte le entità suscettibili di valutazione economica, fermo restando che, ove non sia diversamente prescritto nell'atto costitutivo, i conferimenti saranno effettuati in danaro (art. 2464, co. 3, c.c.) <sup>9</sup>. Dunque non solo ogni bene (materiale o immateriale) o diritto, ma sono valori conferibili anche le prestazioni di fare o di non fare, ovvero le prestazioni di opere e servizi <sup>10</sup> – che nella s.p.a. sono relegate a livello di clausole accessorie <sup>11</sup> – con la precisazione che l'intero valore assegnato sia garantito dalla prestazione di una polizza assicurativa o da una fideiussione bancaria (art. 2464, co. 6, c.c.) <sup>12</sup>.

---

<sup>7</sup> Mostra aperture alla possibilità di trasferire talune partecipazioni dotate di diritti particolari, STELLA RICHTER JR., *La società a responsabilità limitata*, in AA.VV., *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milano, 2012, p. 302. Se il trasferimento ha interessato solo parzialmente la quota di partecipazione, i diritti particolari non si estinguono in quanto non è stato reciso in via definitiva il legame con il socio che ne è titolare. Si esprime in termini favorevoli, purché vi sia espressa clausola nell'atto costitutivo che elida il rilievo personalistico dei diritti particolari, SANTAGATA, *I diritti particolari dei soci*, in *S.r.l. Commentario*, cit., pp. 284 ss.

<sup>8</sup> Se all'interno degli atti sociali non vi sia una clausola che deroghi alla regola generale dell'unanimità, e la relativa decisione sia stata assunta invece con la maggioranza dei consensi, la legge garantisce la facoltà di esercitare il diritto di recesso *ex art. 2473, co. 1, c.c.*: FAUCEGLIA, *Il modello della s.r.l. e le modifiche ai diritti particolari dei soci*, in *Scritti in onore di Ermanno Bocchini*, Milano, 2016, pp. 1271 ss.

<sup>9</sup> Il versamento del 25% dei conferimenti in denaro, ovvero dell'intero ammontare nelle ipotesi di società unipersonale, con capitale sociale inferiore a diecimila euro (v. il caso della s.r.l.s.), o nel caso del sovrapprezzo, deve essere effettuato, a differenza delle s.p.a. (art. 2342, co. 2, c.c.), nelle mani dell'organo amministrativo nominato; il versamento può altresì essere sostituito dalla stipula di polizza assicurativa o da una fideiussione bancaria. Cfr. art. 2464, co. 4, c.c.

<sup>10</sup> Si legge nella Relazione accompagnatoria al d.lgs. n. 6/2003 di riforma del diritto societario che «questa soluzione corrisponde pienamente ad una prospettiva volta ad accentuare la caratterizzazione personalistica del tipo societario in discorso: nella quale pertanto il contributo del socio molto spesso si qualifica per le sue qualità personali e professionali, piuttosto che per il valore oggettivo di beni apportati».

<sup>11</sup> Data l'ampia autonomia negoziale, astrattamente è ammissibile che clausole con prestazioni accessorie possano essere inserite anche all'interno dell'atto costitutivo di una s.r.l.

<sup>12</sup> PETRAZZINI, *La s.r.l.: struttura finanziaria e organizzazione corporativa*, in *Lineamenti di diritto commerciale*<sup>2</sup>, a cura di Cottino, Torino, 2016, p. 411. Sulla stima dei conferimenti dei beni in natura e dei crediti, cfr. art. 2465 c.c.

La s.r.l. è oggi un tipo societario emancipato dalla disciplina della s.p.a., pur essendovi tuttora per taluni aspetti rimandi a quest'ultima<sup>13</sup> o regole di contenuto pressoché coincidente<sup>14</sup>.

Fra le materie in cui più netta è la contrapposizione al modello azionario vi è senza dubbio la *governance*, i cui assetti sono in larga parte rimessi ai soci nella loro autonomia.

Emblematica è la disciplina delle decisioni dei soci. In ragione della flessibilità che connota il tipo, possono essere riservate alla competenza decisionale dei soci materie ulteriori, oltre quelle inderogabili prescritte per legge (art. 2479, co. 2, c.c.)<sup>15</sup>; ai soci spetta decidere sugli argomenti sottoposti dagli amministratori o da tanti soci espressione di un terzo del capitale sociale (art. 2479, co. 1, c.c.); il procedimento decisionale, se previsto nell'atto costitutivo, può disattendere il metodo assembleare tramite il ricorso ai sistemi delle consultazione scritta o del consenso espresso per iscritto (art. 2479, co. 3, c.c.)<sup>16</sup>. Nel silenzio dell'atto costitutivo, l'amministrazione è affidata ad uno o più soci nominati con decisione degli stessi soci (art. 2475, co. 1, c.c.)<sup>17</sup>. Non è contestato che l'atto costitutivo possa affidare l'amministrazione a soggetti terzi o che, addirittura, il potere di nomina sia oggetto di un diritto particolare riconosciuto a singoli soci. Nel caso gli amministratori nominati siano più di uno, si forma il consiglio di amministrazione, ed è pur sempre l'autonomia dei soci a definire liberamente il

---

<sup>13</sup> Si pensi alle norme in tema di costituzione e di formazione del bilancio. Cfr. ZANARONE, *I bilancio d'esercizio della s.r.l. fra richiami e mancati richiami alla disciplina della s.p.a.*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di G. E. Colombo*, Torino, 2011, pp. 387 ss.

<sup>14</sup> Lapalissiano è il dato che l'invalidità nel caso di s.r.l. può essere fatta valere da ciascun socio anche individualmente, e non al raggiungimento di una determinata percentuale del capitale sociale.

<sup>15</sup> Art. 2479, co. 2, c.c.: «In ogni caso sono riservate alla competenza dei soci: 1) l'approvazione del bilancio e la distribuzione degli utili; 2) la nomina, se prevista nell'atto costitutivo, degli amministratori; 3) la nomina nei casi previsti dall'articolo 2477 dei sindaci e del presidente del collegio sindacale o del soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti; 4) le modificazioni dell'atto costitutivo; 5) la decisione di compiere operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale determinato nell'atto costitutivo o una rilevante modificazione dei diritti dei soci».

<sup>16</sup> In argomento, v. MIRONE, *Le decisioni dei soci nella s.r.l.. profili procedurali*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G. F. Campobasso*, a cura di Abbadessa e Portale, Torino, 2007, 3, pp. 475 ss.

<sup>17</sup> RIVOLTA, *I regimi di amministrazione nelle società a responsabilità limitata*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G. F. Campobasso*, cit., pp. 522 ss.

suo assetto. Sicché, in via astratta si potrebbe optare per: 1. un consiglio di amministrazione a collegialità piena, che preveda il metodo collegiale per l'assunzione delle decisioni in seno all'organo amministrativo; 2. un consiglio di amministrazione a collegialità attenuata, nel quale le decisioni sono assunte secondo i meccanismi più snelli del consenso espresso per iscritto o della consultazione scritta; 3. l'amministrazione disgiuntiva *ex art. 2557 c.c.*; 4. l'amministrazione congiuntiva, *ex art. 2558 c.c.*; 5. un sistema di amministrazione misto, il quale risponda per taluni profili alle modalità dell'amministrazione disgiuntiva e per talaltri dell'amministrazione congiuntiva, al pari di quanto si verifica nelle società di persone <sup>18</sup>. Sempre con riguardo alla materia dell'amministrazione della s.r.l., il legislatore omette di regolare altri aspetti, come la durata della carica amministrativa, che nel silenzio potrebbe anche essere a tempo indeterminato, le cause di ineleggibilità e incompatibilità, i presupposti e le conseguenze della revoca, indicazioni, tutte, trasferite al testo dell'atto costitutivo.

In ultimo, l'autonomia negoziale dei soci regola anche il trasferimento delle quote di partecipazione. Esse sono liberamente trasferibili per atto *inter vivos* o *mortis causa*, «salvo contraria previsione dell'atto costitutivo» <sup>19</sup>: è consentito prevedere statutariamente l'intrasferibilità delle partecipazioni <sup>20</sup>; ovvero condizionare il relativo diritto o sottoporlo al *placet* di un socio o di un soggetto terzo. In contropartita è riconosciuto ai soci il diritto inderogabile di recesso, il quale, mediante clausola espressa, può essere congelato nell'esercizio per un periodo comunque non superiore nel massimo a due anni dalla costituzione o dall'inserimento della relativa clausola all'interno dell'atto costitutivo (art. 2469, co. 2, c.c.).

---

<sup>18</sup> In ogni caso, ai sensi dell'art. 2475, co. 5, c.c., non possono essere sottoposte al regime di amministrazione disgiuntiva la redazione del progetto di bilancio e dei progetti di fusione o scissione, nonché le decisioni di aumento del capitale sociale, le quali restano di competenza collegiale.

<sup>19</sup> Cfr. art. 2469, co. 1, c.c.

<sup>20</sup> Specularmente una tale previsione non può trovare asilo nella disciplina delle s.p.a., essendo una struttura societaria votata alla circolazione delle partecipazioni sociali. Infatti, ai sensi dell'art. 2355 -*bis* c.c. è possibile vietare il trasferimento delle azioni per un termine non superiore di cinque anni. La *ratio* del limite temporale risponde all'esigenza di stabilità degli assetti sociali ed economici.



Gli apporti dell'autonomia statutaria nella definizione della fisionomia della s.r.l. non si arrestano agli esempi precitati, essendo un principio cardine della materia<sup>21</sup>. La rilevanza della persona del socio è conformatata su base volontaristica e non legale, per effetto di previsioni normative dispositive, con la notevole eccezione del diritto inderogabile di controllo sull'amministrazione e della legittimazione processuale a promuovere l'azione sociale di responsabilità verso gli amministratori<sup>22</sup>.

La società a responsabilità limitata, come è stato osservato, è il tipo sociale "à la carte"<sup>23</sup>, perché le norme del codice strutturano il genoma del tipo, ma i tratti caratteriali sono la risultanza della combinazione delle scelte compiute dai soci<sup>24</sup>. È un modello ibrido che, ad una struttura tendenzialmente corporativa, può alternare profili vicini alla fattispecie tipologica della società di persone. La connotazione in senso capitalistico resta predominante «con riguardo agli aspetti patrimoniali, al fine di garantire l'effettività del capitale sociale a tutela dei terzi»; quella in senso personalistico caratterizza «la disciplina dedicata ai rapporti

---

<sup>21</sup> L'autonomia negoziale dei soci è chiamata a regolare le modalità procedurali del recesso dalla s.r.l., ex art. 2473 c.c., e alla stessa autonomia è consentito prevedere ulteriori cause, oltre quelle legali, che ne legittimino l'esercizio. Parimenti, è rispetto alla disciplina dell'esclusione del socio ex art. 2473 -bis c.c. Di recente, sul principio di intangibilità della posizione del socio e l'istituto dell'esclusione del socio, ALLECA, *L'intangibilità della posizione del socio di s.r.l.*, in *Riv. Soc.*, 2017, pp. 1087 ss. V. anche GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Selezione ed operatività delle cause di esclusione del socio di s.r.l.*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da Campobasso, Cariello e Di Cataldo, Milano, 2014, pp. 1769 ss. Ancora, l'autonomia negoziale deve regolare i meccanismi di convocazione dell'assemblea dei soci, purché le modalità previste garantiscano il diritto di informazione sui temi assembleari (art. 2479 -bis, c.c.). Inoltre, è previsto l'intervento dell'autonomia negoziale rispetto all'istituto dell'aumento del capitale (art. 2481 -bis c.c.). In particolare, ad eccezione del caso dell'aumento del capitale per imputazione delle riserve e degli altri fondi disponibili in bilancio (art. 2481 -ter c.c.), è possibile che l'atto costitutivo possa prevedere la facoltà di procedere all'aumento del capitale mediante offerta di quote di nuova emissione a terzi. Si può ricordare infine una previsione *extra* codicistica: l'art. 37 d.lgs. n. 5/2003, consente ai soci, nella propria autonomia decisionale, di inserire una clausola di arbitraggio all'interno dell'atto costitutivo al fine di rimettere la risoluzione di contrasti interni ad un soggetto terzo arbitratore.

<sup>22</sup> Art. 2476, co. 2 e 3, c.c.

<sup>23</sup> DI CECCO, *La società a responsabilità limitata*, in *Diritto commerciale*, a cura di L. De Angelis, Milano, 2017, 1, p. 478.

<sup>24</sup> L'autonomia statutaria sarebbe inversamente proporzionale al grado di apertura al mercato dei valori mobiliari e alle dimensioni economiche e geografiche corrispondenti al tipo. L'assunto giustifica il ristretto margine concesso all'autonomia statutaria nelle s.p.a. aperte, per divenire progressivamente meno rigido nella s.p.a. chiusa e poi nella s.r.l. Sotto questo aspetto la figura della s.r.l. si avvicina agli esempi delle società di persone, rispetto alle quali si differenzia per un ventaglio non minimo di diritti inderogabili. Sui problemi della statuto atipico della s.r.l., v. V. DI CATALDO, *Società a responsabilità limitata e autonomia statutaria. Una regola poco utilizzata, e forse poco utile*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, diretto da Benazzo, Cera e Patriarca, Milano, 2011, pp. 295 ss.

interni, al chiaro scopo di assicurare ai soci un ampio margine di autonomia nella conformazione della comune organizzazione e nella valorizzazione dei rispettivi diritti ed obblighi»<sup>25</sup>.

## **2.1 La riforma del diritto societario e il mantenimento di una struttura finanziariamente chiusa**

L'avvicinarsi in maniera asintotica della società a responsabilità limitata con i tipi societari personalistici, in seguito al varo della riforma del diritto societario<sup>26</sup>, è motivo principe alla chiusura delle fonti di finanziamento esterne.

Dopo la promulgazione del Testo Unico della Finanza, la riforma del diritto societario del 2003<sup>27</sup> segna un momento decisivo della storia legislativa quale spartiacque tra la normativa codicistica vigente dal 1942 e il diritto societario del nuovo millennio<sup>28</sup>.

Se per alcuni istituti il legislatore è intervenuto con mano di stucco, nel caso della s.r.l. si è impegnato in una vera e propria opera di restauro che, fedele alle fondamenta della disciplina originaria, ne ha riprogettato la facciata fino a ridefinirne le finiture.

---

<sup>25</sup> DI CECCO, *La società*, cit., p. 477. Similmente, parla di “società di persone a responsabilità limitata”, STELLA RICHTER JR., *La società*, cit., pp. 290 e 291.

<sup>26</sup> MONTALENTI, *La riforma del diritto societario: profili generali*, in *La riforma delle società, profili della nuova disciplina*, a cura di Ambrosini, Torino, 2003, pp. 1 ss.

<sup>27</sup> A sua volta, la riforma del diritto societario è stata seguita dalla successiva riforma del diritto fallimentare: cfr. CAGNASSO, *Il diritto societario della crisi fra passato e futuro*, in *Giur. comm.*, 2017, pp. 33 ss.

<sup>28</sup> L'avvento della riforma, senza volerne ripercorrere le tappe, è stato annunciato con la promulgazione della legge delega 3 ottobre 2001, n. 366, “*Delega al Governo per la riforma del diritto societario*”. Nel consegnare la delega, il legislatore ha enunciato i principi e criteri direttivi del *revirement* legislativo, portato a compimento con il d.lgs. del 17 gennaio 2003, n. 6, “*Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366*” – in misura maggiore – e completato con il d.lgs. del 6 febbraio 2004, n. 37, “*Modifiche ed integrazioni ai decreti legislativi numeri 5 e 6 del 17 gennaio 2003, recanti la riforma del diritto societario, nonché al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di cui al decreto legislativo n. 385 del 1° settembre 1993, e al testo unico dell'intermediazione finanziaria di cui al decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998*”. Cfr. CELOTTO, *Problemi sulla «tecnica normativa» di riforma del diritto societario*, in *La riforma delle società di capitali. Aziendalisti e giuristi a confronto*, a cura di Abriani e Onesti, Milano, 2004, pp. 269 ss. Per un commento sulla riforma del diritto societario nella prospettiva della s.p.a., v. VISENTINI, *Riflessioni sulla “Riforma del diritto societario”*, in *Giur. comm.*, 2018, pp. 5 ss.

La disciplina previgente alla riforma ricalcava le rigidità formali e strutturali della “sorella maggiore” s.p.a.<sup>29</sup>, tale da valerle l’appellativo di «società per azioni senza azioni»<sup>30</sup>; per contro, la riforma del diritto delle società si muove in una direzione opposta<sup>31</sup>. Infatti, tra i principi dichiarati dalla legge delega, all’art. 3 lett. a) si legge che l’obiettivo dell’intervento legislativo è di «prevedere un autonomo ed organico complesso di norme, anche suppletive, modellato sul

---

<sup>29</sup> Si legge *sub* art. 1, n. 1 della Relazione Mirone «che la disciplina della società a responsabilità limitata fu modellata in principio, salvo modifiche non essenziali e veramente marginali, sulla disciplina della società per azioni, così trasferendo all’istituto rigidità e oneri eccessivi rispetto al modello economico di riferimento». In dottrina la s.r.l. era considerata come un “doppione in sedicesimo” della s.p.a., in quanto l’unica reale differenza era nell’impossibilità di rappresentare le quote in azioni. Zanarone la definisce come «una differenza così evanescente (tenuto conto della possibilità, concessa dall’art. 5 del r.d. 29 marzo 1942, n. 239, che anche la s.p.a. non emetta titoli azionari) da giustificare l’affermazione radicale di chi addirittura revoca in dubbio l’opportunità stessa della creazione del nuovo tipo, ridotta com’è la sua novità rispetto alla s.p.a. “alla sola diversità di denominazione”». L’A., sin da prima della riforma del 2003 si è occupato di dare dignità tipologica alla s.r.l. Infatti «credeva – *che* – sulla scorta di una dottrina agguerrita quanto minoritaria, di poterne valorizzare, accanto alle indubbie affinità, anche le non poche differenze rispetto alla s.p.a., come la maggior ristrettezza e omogeneità della compagine sociale, il maggior coinvolgimento del socio nella funzione deliberativa e di controllo, la maggior apertura del modello legale dell’autonomia statutaria. Aggiungeva anzi, a quest’ultimo proposito, che proprio l’autonomia statutaria sarebbe stata suscettibile di introdurre nella s.r.l. ulteriori elementi di divaricazione rispetto alla s.p.a., tali addirittura da virtualmente provocarne la fuori uscita dall’archetipo capitalistico e l’ingresso in quello personalistico, trasformandola da società per azioni senza azioni in società di persone senza responsabilità illimitata dei soci». Cfr. ZANARONE, *S.r.l. contro s.p.a. nella legislazione recente*, in *Giur. comm.*, 1995, I, pp. 391 ss., in part. pp. 409 – 415. La dottrina minoritaria a cui accenna l’A. nel passo dattiloscritto è RIVOLTA, *La società*, cit., a cui si rinvia per un approfondimento sulla disciplina della s.r.l. *ante* riforma.

<sup>30</sup> La paternità dell’endiadi è ricondotta al relatore Leva, come testimoniato dagli Atti della Sottocommissione parlamentare incaricata ad esprimere un parere sul Progetto di codice di commercio Asquini, per poi essere riadattata da GRAZIANI, *La società a responsabilità limitata*, in *Scritti giuridici in onore di Antonio Scialoja*, Bologna, 1953, II, p. 426.

<sup>31</sup> Tra i primi commenti sulla riforma delle società di capitali, comparsi nella letteratura giuridica, si segnalano: CRESPI, *Riforma societaria e diritto comunitario*, in *Riv. Soc.*, 2005, pp. 710 ss.; GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l’autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell’impresa*, in *Studi in onore di Piero Schlesinger*, Milano, 2004, pp. 2683 ss.; ENRIQUES e SCASSELLATI SFORZOLINI, *Adeguamenti statutari: scelte di fondo e nuove opportunità nella riforma societaria*, in *Not.*, 2004, pp. 69 ss.; MOSCO, *Riforma societaria, organizzazione interne delle società per azioni “chiuse” e piccole e medie imprese*, in *Giur. comm.*, 2004, pp. 1079 ss.; ROSSI e STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. Soc.*, 2003, pp. 1 ss.; SALAFIA, *Il nuovo modello di società a responsabilità limitata*, in *Società*, 2003, pp. 5 ss.; DI SABATO, *Riflessioni sparse sulla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2002, pp. 670 ss.; LAMANDINI, *Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 139 ss.; LODOVICO, *La legge delega per la riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 27 ss.; RIZZO, *Brevi note sulla legge di delega al Governo per la riforma del diritto societario: la società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2002, pp. 1191 ss.; FLICK, *Gli obiettivi della commissione per la riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2000, pp. 1 ss.; MONTALENTI, *La riforma del diritto societario nel progetto della Commissione Mirone*, in *Giur. comm.*, 2000, pp. 378 ss. Per un resoconto sull’evoluzione del diritto societario dopo la riforma, cfr. MONTALENTI, *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giur. comm.*, 2014, pp. 1068 ss.

principio della rilevanza centrale del socio e dei rapporti contrattuali tra i soci»<sup>32</sup>. L'autonomia negoziale è il costrutto delle regole della s.r.l. che enfatizza la posizione soggettiva del socio-persona, segnando definitivamente il divario con la parente prossima s.p.a.<sup>33</sup>. La s.r.l. del nuovo millennio è un tipo societario c.d. a “capitalismo attenuato”<sup>34</sup> che, fermo il principio dell'autonomia patrimoniale perfetta, si rende materia malleabile alle esigenze concrete del caso, affidando all'intelligenza dei soci la scelta delle soluzioni organizzative: la natura dispositiva delle regole che governano il tipo fanno sì che nell'atto costitutivo i soci possano attingere anche ai sistemi delle società di persone<sup>35</sup>.

---

<sup>32</sup> «“La società per azioni è figlia piuttosto dell'Autorità che della Libertà” – scrivevo in un saggio di qualche anno fa: alle origini dell'autorità dei Sovrani; poi di quella delle Istituzioni dello Stato liberale in formazione (il *Conseil d'Etat* che ne autorizzava la costituzione); oggi di quella dei mercati e delle Autorità indipendenti che li presidiano. Non così può dirsi per la società a responsabilità limitata. La riforma del 2003 restituisce alla Libertà la società a responsabilità limitata che il codice del '42 aveva configurato nel segno di quell'Autorità che da sempre – anche se per ragioni storicamente mutevoli – ha segnato la traiettoria delle società per azioni. La restituisce alla Libertà – può dirsi – perché il modello che l'analisi comparata degli ordinamenti continentali e anglosassoni ci fornisce di questo tipo di società (relativamente giovane rispetto agli altri membri della famiglia delle società commerciali) ci addita un codice organizzativo “naturalmente” a servizio di iniziative di cerchie limitate di soggetti che aspirano ad essere riconosciuti come operatori d'affari, intendono sviluppare la loro iniziativa senza rischiare più dell'apporto, rifiutando, tuttavia, l'anonimato della società – non a caso detta – anonima ed i vincoli dell'autonomia statutaria che questa comportava e che, nonostante i manifesti libertari della legge delega 366/2001, comporta tuttavia»: SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla “nuova” società a responsabilità limitata)*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, 5, pp. 10489 ss.

<sup>33</sup> «Sembra che debba essere riconosciuto un significato alla scelta di dettare per la società a responsabilità limitata una disciplina *autonoma* e [...] *sobria*. (i) Da un lato, dettare una disciplina autonoma ha sicuramente significato enfatizzare anche con la tecnica legislativa l'accentuata distanza che si è voluto porre rispetto ai tipi societari azionari e, soprattutto, la natura essenzialmente contrattuale del rapporto sociale e la centralità del ruolo dell'atto costitutivo nella disciplina di tale rapporto; [...] (ii) Dall'altro, dettare una disciplina sobria non è necessariamente sintomo della presenza di numerose lacune normative; semmai è a dirsi che una regolamentazione “sintetica” si traduce tendenzialmente in una disciplina per principi e per regole più generali a cui corrispondono, quindi, fattispecie più comprensive. Inoltre, e meno in generale, la disciplina sobria della società a responsabilità limitata è in parte il risultato consapevole della scelta di imporre ai soci fondatori di prevedere e ancor prima negoziare talune regole statutarie»: cfr. STELLA RICHTER, *Di alcune implicazioni sistematiche della introduzione di una nuova disciplina per le società a responsabilità limitata*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, Milano, 2005, vol. III, tomo III, pp. 3932 – 3933.

<sup>34</sup> ZANARONE, *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 58 ss.

<sup>35</sup> A dimostrazione del carattere “personalistico” del tipo s.r.l. sta il fatto che se nella s.p.a. il contratto sociale si scorpora in due documenti, atto costitutivo e statuto, la stessa dicotomia non è conosciuta per la s.r.l.: «la ragione dell'abbandono del termine “statuto” per tale tipo di società deve rinvenirsi, probabilmente, nella circostanza che il tipo s.r.l. assume con la riforma una duttilità prima sconosciuta e tale che, valorizzando al massimo grado l'*intuitus personae* del singolo socio, la sua organizzazione può acquistare, nel caso concreto, connotati tipicamente personalistici, alla stregua di una società di persone. Ne consegue che, in tale evenienza,

Ora come allora, la s.r.l. è la risposta giuridica, seppur non esclusiva, che l'ordinamento ha dato alle piccole e medie imprese, ma la riproduzione delle rigidità funzionali proprie della s.p.a.<sup>36</sup>, nell'idea del legislatore di fine secolo scorso, era stata d'ostacolo per lo sviluppo della s.r.l.<sup>37</sup>.

---

risulterebbe inappropriato il ricorso allo “statuto”, il quale, tradizionalmente, è inteso quale insieme di norme destinate a trovare applicazione indipendentemente dalla composizione della compagine sociale e a prescindere dalle qualità dei singoli soci». In ogni caso non è preclusa l'adozione di uno statuto anche per la s.r.l. ai sensi dell'art. 223 -bis, co. 6, disp. att., in quanto non è negata una organizzazione della s.r.l. a connotazione capitalistica. TASSINARI, *La costituzione della nuova società a responsabilità limitata*, in *La riforma del diritto societario*, in *Quaderni del Consiglio Superiore della Magistratura*, Roma 27 – 30 gennaio 2003; 24 – 27 gennaio 2003; 6 – 8 febbraio 2003; 17 – 19 febbraio 2003, pp. 144 ss., disponibile all'indirizzo <https://www.csm.it/documents/21768/81517/quaderno+139/fbb86c76-75a7-43e5-87fd-2792743ff5e4>. V. altresì, ZANARONE, *Introduzione*, cit., pp. 58 ss. L'A. afferma che la s.r.l. al netto della riforma costituisce un «tipo intermedio fra le società di persone e le società per azioni», che mutua dalla prima categoria le regole per la disciplina dei rapporti interni fra soci, mentre dalla seconda quella per i rapporti esterni.

<sup>36</sup> «Essa si caratterizza invece come una società personale la quale perciò, pur godendo del beneficio della responsabilità limitata [...] può essere sottratta alle rigidità di disciplina richieste per la società per azioni»: cfr. *Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366*, disponibile all'indirizzo [https://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/RDS\\_RELAZIONE\\_Cod\\_Civ.pdf](https://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/RDS_RELAZIONE_Cod_Civ.pdf)

<sup>37</sup> Perplesso, anche alla luce dei dati dell'ultimo censimento industriale prima della riforma del 2003 risalente all'anno 2001, ZANARONE, *Introduzione*, cit., pp. 58 ss. «La funzione economica della s.r.l. era stata indicata, fin dalla sua introduzione nel nostro ordinamento (avvenuta con il codice civile del 1942), nella sua idoneità a fornire alle “imprese di minori dimensioni” – grazie alla previsione di un capitale minimo di 50.000 vecchie lire – uno strumento “che permettesse loro di godere ugualmente il beneficio della responsabilità limitata” nonostante la fissazione per la s.p.a. di un capitale minimo venti volte più elevato, la quale avrebbe loro precluso l'adozione di questo tipo societario (Rel. min. al c.c., n. 1004). Si trattava peraltro di una funzione prevalente ma non esclusiva giacché, non essendo stato fissato alcun limite massimo di capitale (diversamente da quanto faceva il progetto di codice Asquini del 1940), la s.r.l. bene avrebbe potuto – sono sempre parole del citato passo della Rel. min. – “anche prestarsi per imprese di dimensioni maggiori” tutte le volte che si fosse voluto “contenere la responsabilità dei soci nei limiti dei conferimenti e nello stesso tempo assicurare legami più stretti l'attività dei soci alla società, consentendo di riguardare le loro persone non più in funzione del loro apporto di capitali, ma altresì in funzione della fiducia che ispirano i loro nomi e la loro attività, così nei rapporti interni come di fronte ai terzi” [...] Di fronte al quadro testé descritto [...] la continuità è rappresentata dalla percezione circa la funzione economica della s.r.l., ravvisata nella sua destinazione prevalente, anche se non esclusiva, a garantire il beneficio della responsabilità limitata alle imprese di dimensioni minori. Si legge infatti in quel testo (*sub* art. 3, n. 1, l. delega) che il modello della s.r.l. appare “il più congeniale all'esercizio e allo sviluppo delle imprese piccole e medie”. [...] La discontinuità prende le mosse da una valutazione negativa in ordine all'assetto distributivo raggiunto fino ad allora dai vari tipi societari e si manifesta nella diagnosi circa le cause di tale preteso inconveniente nonché nell'indicazione dei rimedi per ovviarvi in funzione del perseguimento di un ben preciso obiettivo. L'insoddisfazione espressa dalla Relazione Mirone di fronte alla *performance* della tipologia societaria si traduce in un giudizio di pretesa “marginalizzazione” della s.r.l. rispetto alla s.p.a. che alle società di persone»: ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il codice civile. Comm.*, diretto da Schlesinger, e diretto da Busnelli, Milano, 2010, I, pp. 116 ss.

La revisione normativa <sup>38</sup> non ha inciso, tuttavia, sulle fonti di procacciamento dei mezzi finanziari – limitatamente alla raccolta di capitale di rischio – confermandone la chiusura verso forme di eteroinvestimento. Dirimente è il carattere tipologico della quota di partecipazione. Nella disciplina del codice del 1942, il concetto di quota imitava il concetto di azione <sup>39</sup>, in quanto si avvaleva nella sua misurazione di un'unità matematica di base. Infatti, l'art. 2474 c.c. (previgente testo, d'ora in poi p.t.) statuiva che le quote potevano essere di diverso ammontare ma in nessun caso inferiore al minimo di un euro <sup>40</sup> e, nel caso fosse stata superiore al minimo, doveva essere costituita per un ammontare multiplo del valore base <sup>41</sup>. Dunque, la partecipazione sociale della s.r.l. era passibile di standardizzazione come la partecipazione azionaria e astrattamente predisposta alla circolazione, se non fosse che l'art. 2462 c.c., p.t., inibiva che le quote dei soci potessero essere rappresentate da azioni <sup>42</sup>: stava a significare che le quote

---

<sup>38</sup> Parla di un "ritorno al passato" ai progetti del codice di commercio: CAGNASSO, *I «volti» della «nuova» società a responsabilità limitata*, in *La riforma delle società, profili della nuova disciplina*, a cura di Ambrosini, Torino, 2003, pp. 23 ss. V. altresì, STELLA RICHTER, *Di alcune implicazioni*, cit., pp. 3925 ss.

<sup>39</sup> SANTORO, *Conferimenti e quote nella s.r.l.*, in *La riforma del diritto societario, Quaderni del Consiglio Superiore della Magistratura*, Roma 27 – 30 gennaio 2003; 24 – 27 gennaio 2003; 6 – 8 febbraio 2003; 17 – 19 febbraio 2003, pp. 176 ss., disponibile all'indirizzo <https://www.csm.it/documents/21768/81517/quaderno+139/fbb86c76-75a7-43e5-87fd-2792743ff5e4>.

<sup>40</sup> L'articolo è stato modificato dall'art. 4 del d.lgs. 24 giugno 1998, n. 213, il quale nel previgente testo fissava l'unità-base delle quote in mille lire.

<sup>41</sup> L'art. 2468, co. 2, c.c. come modificato dalla riforma del 2003, mette a tacere l'annoso dibattito sulla legittimità delle clausole, diffuse nella prassi societaria, per cui un socio poteva essere titolare di un numero di quote multiple dell'unità-base di mille lire, poi un euro. «Ne derivava, secondo tale prassi, che società a responsabilità limitata da una parte e società di persone dall'altra, pure essendo accomunate dall'impossibilità di incorporare la partecipazione sociale in azioni o in altri titoli di credito, venivano operativamente a divaricarsi tra loro in quanto nel primo tipo la partecipazione spettante a ciascuno dei soci era individuata, al pari di quanto avveniva nelle stesse società azionarie, come un *posterius* rispetto all'individuazione di determinate e standardizzate unità-base di possesso, rilevanti a livello statutario a prescindere dalla composizione nel caso concreto della compagine sociale (c.d. principio un socio - enne quote), mentre nelle seconde la stessa partecipazione sociale restava unitaria per ciascun socio, dal momento che il socio era, rispetto a tale partecipazione, un *prius* e non un *posterius* (c.d. principio un socio-una quota)». Se *de facto*, in forza della normativa *ante* riforma tale meccanismo era possibile ed era stato salvato dall'analisi dottrinale nonostante pronunce giurisprudenziali che ne hanno rimarcato il divieto, successivamente al 2003 la facoltà di deroga dell'autonomia negoziale dei soci al principio un socio-una quota di partecipazione diventa illegittima perché contraria al principio sancito dall'art. 3, co. 1, lett. a), l. n. 366/2001, che informa l'intero impianto normativo della s.r.l. Cfr. TASSINARI, *La partecipazione sociale di società a responsabilità limitata e le sue vicende: prime considerazioni*, in *Riv. not.*, 2003, 6, pp. 1405 ss., in part. nt. 3 per i rimandi giurisprudenziali.

<sup>42</sup> Secondo Santoni il divieto in parola sarebbe «ridimensionato rispetto al sistema previgente», in quanto è possibile *post* riforma emettere strumenti finanziari partecipativi diversi dalle azioni: cfr.

non potevano essere incorporate all'interno di titoli di credito. L'interdizione alla circolazione era protesa ad evitare il crearsi di una frattura tra le dimensioni del controllo e del potere, piani che nella s.r.l. sono prossimi, se non coincidenti. Con la riforma del 2003 il concetto di quota viene depotenziato del suo significato originario, quasi marginalizzato, per dare maggiore rilievo alla diversa locuzione di "partecipazione", o meglio di "quota di partecipazione"<sup>43</sup>. Se il termine "quota" richiama ad una correlazione economica del capitale sociale con il conferimento, il concetto di "partecipazione" o di "quota di partecipazione", soggettivizza quella relazione economica: la persona del socio diventa *prius* logico-giuridico<sup>44</sup>. Da una dimensione individuale, tale carattere si espande nella dimensione collettiva dei rapporti tra i soci di s.r.l. che si sviluppano in direzione orizzontale, al contrario delle dinamiche sociali della s.p.a. che si sviluppano in direzione verticale<sup>45</sup>, relegando le relazioni interindividuali tra soci alla disciplina particolare all'interno di eventuali patti parasociali<sup>46</sup>.

Ed è chiara sul punto la legge delega alla riforma societaria che vieta alla s.r.l. l'appello al pubblico risparmio ed esclude, in ogni caso, la sollecitazione all'investimento delle quote. Unica parziale apertura al mercato del capitale di credito è stata la concessione di emettere di titoli di debito (art. 3, co. 2, lett. g), l. delega n. 366/2001).

Prendendo in prestito l'immagine fornita in dottrina, la contrattualizzazione dei rapporti tra i soci di s.r.l. astringe le possibilità del ricorso al finanziamento in una

---

SANTONI, *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, cit., p. 37.

<sup>43</sup> Il concetto di quota resiste quale concetto autonomo in sole due norme del codice ossia l'art. 2464, co. 6, c.c., "*Conferimenti*", il quale nel secondo alinea dispone che «le quote corrispondenti a tali conferimenti devono essere integralmente liberate al momento della sottoscrizione», e l'art. 2470, co. 3, c.c., "*Efficacia e pubblicità*", che recita: «se la quota è alienata con successivi contratti a più persone, quella tra esse che per prima ha effettuato in buona fede l'iscrizione nel registro delle imprese è preferita alle altre, anche se il suo titolo è di data posteriore».

<sup>44</sup> BIANCHI e FELLER, *Sub art. 2468 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, Milano, 2005, pp. 304 - 305, in part. nt. 3. Similmente, REVIGLIONO, *Partecipazione nella s.r.l.*, in *Dig. disc. priv., sez. comm., Aggiorn. III*, Torino, 2007, 598 ss.

<sup>45</sup> L'art. 4 della legge delega per la riforma del diritto societario parla in proposito di «rilevanza centrale dell'azione», disposto che si pone in contrasto con gli obiettivi indicati per la riforma della s.r.l.

<sup>46</sup> PERRINO, *La nuova s.r.l. nella riforma delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2002, 5, pp. 1118 ss.

piramide<sup>47</sup>. All'apice vi è l'impossibilità per una s.r.l. di creare categorie di quote, oltre che di contemplare nell'atto costitutivo clausole che limitino il diritto di voto o la postergazione nella partecipazione agli utili.. Ad un gradino più basso, la disciplina delle s.r.l. non permette la formazione di patrimoni destinati, come di emettere quote correlate, strumenti finanziari partecipativi o ibridi. L'assenza di questi *escamotage* della s.p.a., chiude la s.r.l. nel bacino delle fonti dell'autofinanziamento<sup>48</sup>. Come detto, l'eccezione è l'istituto dei titoli di debito che supera il divieto di emissione di obbligazioni per la s.r.l. La normativa si sviluppa in linea sostanzialmente autonoma rispetto al suo corrispondente nella s.p.a. – le obbligazioni – con ampio spazio dato all'autonomia privata dei soci. Infatti, l'art. 2483 c.c. statuisce che la facoltà all'emissione deve essere prevista in seno all'atto costitutivo, che ne indica i limiti, le modalità di emissione e le maggioranze necessarie alla decisione (co. 1)<sup>49</sup>. Al fine dell'iscrizione nel registro delle imprese, la relativa decisione deve determinare le condizioni del prestito e delle modalità di rimborso (co. 3). I limiti quantitativi non sono fissati dalla legge, ma sono rimessi alla determinazione dei soci o degli amministratori, ai quali ne è

---

<sup>47</sup> MOTTI, *La società a responsabilità limitata introduzione alla nuova disciplina*, in *La riforma delle società di capitali*, in *La riforma delle società di capitali. Aziendalisti e giuristi a confronto*, ABRIANI e ONESTI, a cura di, Milano, 2004, pp. 102 ss.

<sup>48</sup> La s.r.l. è ontologicamente a base sociale ristretta e questo si ripercuote sulla struttura dei finanziamenti. In argomento, la norma di riferimento è l'art. 2467 c.c., che contempla la disciplina del finanziamento dei soci. Nella prassi societaria si sono diffuse due forme di erogazione ossia i versamenti "in conto di capitale", apporti caratterizzati dall'assenza di un vincolo di destinazione con l'effetto di non rientrare immediatamente nel patrimonio sociale, e i versamenti "in conto futuro aumento di capitale", apporti in vista di una futura operazione di aumento oneroso del capitale sociale. La legge, al fine di evitare il fenomeno della sottocapitalizzazione della s.r.l., impone il rispetto di due condizioni imperative: il rimborso dei soci conferenti è postergato alla soddisfazione preliminare dei creditori sociali; l'obbligo dei soci di restituire quanto ricevuto a titolo di rimborso nell'anno precedente alla dichiarazione di fallimento (c.d. revocatoria di diritto). IRRERA, *La nuova disciplina dei «prestiti» dei soci alla società*, in *La riforma delle società di capitali*, in *La riforma delle società di capitali. Aziendalisti e giuristi a confronto*, cit., pp. 142 ss. V. altresì, G. DI CECCO, *La società*, cit., pp. 494 ss.; BIONE, *Note sparse in tema di finanziamento dei soci e apporti di patrimonio*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, cit., pp. 37 ss.

<sup>49</sup> La possibilità di emissione di titoli di debito per una s.r.l., all'indomani della riforma del 2003 salutata come una novità che schiude il tipo societario in commento al finanziamento esterno, ha dato origine ad inconvenienti nella prassi, ad onta degli intenti di semplificazione. *In primis*, l'emissione deve essere contemplata all'interno di una clausola dell'atto costitutivo. Dunque, se i soci fondatori sono poco avveduti e non hanno inserito, in fase di redazione, una siffatta clausola, è preclusa a monte la possibilità di farvi ricorso, a meno che non si proceda preliminarmente ad una modifica degli atti sociali aggiungendo una clausola *ad hoc*. Qualora i soci decidano di rimanere inerti, ovvero rinuncino alla modifica dell'atto costitutivo, seppur scientemente, viene inibita tale forma di finanziamento dovendo ripiegare sul canonico canale del finanziamento bancario. Qualora, invece, si attivino per modificare l'atto costitutivo, vedranno inevitabilmente dilungati i tempi dell'operazione, con potenziale pregiudizio della società.



eventualmente demandata la decisione: i titoli di debito non possono essere collocati direttamente presso il pubblico dei risparmiatori, ma legittimati alla sottoscrizione sono solo gli investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale, i quali si assumono il correlato rischio di insolvenza del titolo in caso di successiva circolazione<sup>50</sup>.

In ogni caso non è dato discorrere di sollecitazione all'investimento. Si può azzardare a parlare di sollecitazione all'investimento nel contesto delle s.r.l. in fasi patologiche della vita societaria. È il caso del socio moroso, *ex art. 2466 c.c.* La vendita all'incanto della quota del socio che si sia reso inadempiente all'obbligo del conferimento – circostanza a cui è parificato il caso in cui scadano o divengano inefficaci la polizza assicurativa o la fideiussione bancaria presentata in garanzia dei conferimenti – è un'ipotesi residuale all'interno della norma del codice, oltre che facoltativa in quanto deve essere espressamente contemplata all'interno dell'atto costitutivo. Un ulteriore caso che potrebbe essere citato è il pignoramento della quota di partecipazione, *ex art. 2471 c.c.*, da parte del creditore personale del socio: si procede alla vendita solo se le parti – creditore, socio e società – non raggiungano un accordo sulle modalità di vendita; avvenuta la vendita, questa perde di efficacia se, nell'arco dei successivi dieci giorni, la società proponga un'acquirente disponibile all'acquisto per un prezzo pari a quello di aggiudicazione. *In limine*, viene recuperato il valore fiduciario e personale che insiste tra la società e la compagine sociale.

La *ratio* di fondo, che ha da sempre rappresentato un veto per la s.r.l. ad affacciarsi al mercato e a canali di finanziamento esterno, è sempre stata incentrata sul tratto individualizzante di detto tipo societario, in cui la centralità della persona del socio è un carattere che non è mai scolorito anche nella disciplina pregressa, ove nella quota era forte la componente valoriale: se all'estesa autonomia negoziale fosse stata associata anche la possibilità di concorrere sul mercato del capitale di rischio senza le rigidità strutturali della

---

<sup>50</sup> In proposito, DALMARTELLO, *Sottoscrizione e circolazione dei titoli di debito di società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, II, pp. 125 ss.; CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G. F. Campobasso*, cit., pp. 743 ss.

s.p.a., l'effetto sarebbe stato in termini di perdita di certezza per la tutela dei terzi investitori <sup>51</sup>.

## **2.2. Le *start-up* e le PMI costituite in forma di s.r.l.: l'impatto delle novità normative sulle regole societarie**

La promulgazione nel 2012 del Decreto Crescita *bis* ha messo in discussione la resistenza del principio della centralità del socio nella s.r.l. Lo *ius novum*, mirante a far respirare il sistema economico affaticato dalla crisi mondiale e stretto dalle cesoie del credito bancario, dispone una serie di misure per dare vitalità ai circuiti del finanziamento *extra* bancario <sup>52</sup>. Tra queste fa la sua apparizione in scena il meccanismo dell'*equity based crowdfunding*, nuova formula di finanziamento che sfrutta la digitalizzazione di massa per canalizzare il contatto tra imprenditori, idee di impresa e piccoli risparmiatori.

Se estendiamo la visuale oltre la struttura del finanziamento, le previsioni assistenziali <sup>53</sup> per l'impresa nascente coinvolgono i settori del diritto pubblico – nella specie tributario e amministrativo <sup>54</sup> – e del diritto privato, con deroghe al diritto del lavoro <sup>55</sup>, fallimentare <sup>56</sup> e societario. Di queste ultime si conosce una

---

<sup>51</sup> BIANCHI e FELLER, Sub *art. 2468 c.c.*, cit., p. 312.

<sup>52</sup> «Il problema che la norma primaria vuole affrontare è costituito dalla scarsità di canali per la raccolta di fondi da parte di soggetti imprenditoriali di nuova costituzione caratterizzati da uno specifico profilo rischio/rendimento, che incorpora un alto tasso di mortalità ma anche la possibilità di ritorni elevati in caso di successo di iniziative basate su prodotti e tecnologie innovativi. Gli intermediari tradizionali non sono incentivati ad indirizzare il risparmio verso forme così rischiose di investimento: il «circuito indiretto» presuppone una trasformazione del rischio che può rivelarsi sproporzionata nel caso in cui si intendesse «trasformare» depositi in azioni rischiose. Gli intermediari tradizionali, infatti, hanno la necessità, resa ancor più stringente dalla crisi finanziaria, di contenere il grado di rischio delle attività»: cfr. CONSOB, *Relazione sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione (AIR) e sugli esiti della procedura di consultazione*, 2013, p. 3, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it>.

<sup>53</sup> MARASÀ, *Le s.r.l. nel quadro della legislazione di agevolazione*, in *Nuove leggi civ.*, 2014, pp. 632 e 640.

<sup>54</sup> Cfr. artt. 27 e 29 d.l. 179/2012.

<sup>55</sup> Cfr. artt. 27 *-bis* e 28 d.l. 179/2012.

<sup>56</sup> L'impresa è assoggettata alle procedure di composizione e gestione della crisi da sovraindebitamento e liquidazione del patrimonio, previste inizialmente dalla l. 27 gennaio 2012, n. 3, per l'insolvente civile. «Si tratta di meccanismi che consentono allo *startupper* il c.d. *fresh start*, attraverso accordi di ristrutturazione e composizione dei debiti, per ripartire con un nuovo progetto (c.d. *fail fast*), nonché una liquidazione veloce senza conseguenze penalizzanti»: FREGONARA, *L'equity based crowdfunding*, cit., p. 2294.

divaricazione tra deroghe generali trasversali a tutti i tipi sociali <sup>57</sup> – i.e. la riduzione del capitale sociale e il «rinvio a nuovo delle perdite» <sup>58</sup> - e deroghe “facoltative” limitate allo statuto della società a responsabilità limitata <sup>59</sup>.

La norma dell’art. 26 del d.l. 179/2012, rubricata “*Deroghe al diritto societario e riduzione degli oneri per l’avvio*”, è l’epicentro di novità legislative dirompenti all’interno della disciplina ordinaria della s.r.l. <sup>60</sup>. Le eccezioni si coagulano sulla fattispecie della partecipazione sociale della s.r.l. e delle sue prerogative, sulle quali si misura lo iato tra la s.r.l. e la s.p.a. L’*occasione legis* è stata la presa di coscienza, da parte del legislatore interno, del problema contingente della finanziarizzazione della s.r.l. che limita la crescita di impresa con impatti sul sistema economico in generale. Il “grande balzo” della s.r.l., per poter concorrere all’interno del mercato del capitale di rischio <sup>61</sup>, necessitava una rivisitazione dei tratti tipologici inderogabili della quota di partecipazione: questi ultimi sono stati degradati ad aspetti dispositivi che possono essere conformati dalla volontà discrezionale della autonomia statutaria <sup>62</sup>. La volontà del legislatore ha virato

---

<sup>57</sup> FREGONARA, *L’equity based crowdfunding*, cit., p. 2294; CIAN, *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *Nuovi leggi civ.*, 2014, p. 1178.

<sup>58</sup> Cfr. art. 26, co. 1, d.l. 179/2012. La perdita che decurta il capitale di oltre un terzo può essere riportata a nuovo fino a due anni, in deroga all’art. 2446, co. 2, c.c. per le s.p.a., e all’art. 2482 -bis, co. 4, c.c. per le s.r.l. Se la perdita intacca il capitale minimo, può essere *post-posta* la procedura di riduzione all’esercizio successivo, in deroga all’art. 2447 c.c. per le s.p.a. e all’art. 2482 -ter c.c., per le s.r.l. Cfr. COSSU, *Le start up innovative in forma di società a responsabilità limitata. Profili privatistici*, in *Società, banche e crisi d’impresa. Liber amicorum P. Abbadessa*, cit., p. 1711. Inoltre, Salvatore rintraccia un sostanziale parallelismo con la misura di favore dell’art. 182 -sexies, l. fall., rubricato “*Riduzione o perdita del capitale della società in crisi*”. La norma, per agevolare l’accesso tempestivo alle soluzioni concordate della crisi di impresa – concordato preventivo e accordi di ristrutturazione dei debiti – prevede che, dalla data di deposito delle relative domande e sino alla loro omologazione, sia fatto divieto di dare corso alla procedura di riduzione del capitale per perdite. Cfr. SALVATORE, *Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*, in *Nuove dir. soc.*, 2014, p. 16, in part. nt. 23.

<sup>59</sup> Le deroghe alla disciplina delle s.r.l. sono già note al diritto comune delle s.p.a.

<sup>60</sup> MALTONI, *La s.r.l. start-up innovativa, Le nuove s.r.l. Aspetti sistematici e soluzioni operative*, in *Quaderni della Fondazione Italiana del Notariato*, disponibile all’indirizzo <http://elibrary.fondazione-notariato.it/articolo.asp?art=42/4211&mn=3>.

<sup>61</sup> La dottrina ha evidenziato come il vero ostacolo all’accesso al mercato di rischio per le s.r.l. e per SMEs, è nel capitale minimo legale richiesto per la costituzione della s.p.a., nonostante. Infatti, l’art. 2337 c.c., a seguito della riscrittura per mezzo del d.l. 91/2014, prevede ora la soglia minima di euro cinquantamila, a fronte del vecchio ammontare di centoventimila, tanto da domandarsi se non sarebbe stato più opportuno intervenire nuovamente sulla disciplina del capitale della s.p.a., senza colpire i capisaldi della s.r.l. V., CIAN, *Le start-up*, cit., p. 1181; BENAZZO, *Start-up*, cit., pp. 484; LAUDONIO, *La folla*, cit., p. 32.

<sup>62</sup> «Il tentativo di favorire l’approvvigionamento patrimoniale e finanziario della S.r.l. *start-up* innovativa non poteva che passare, dunque, tramite la concessione di prerogative riservate alla

verso una maggiore spersonalizzazione della partecipazione in s.r.l. per avvicinarla ad una dimensione valoriale idonea alla circolazione, svincolata dalla persona del socio <sup>63</sup>.

La “panoplia di strumenti” <sup>64</sup> messi a punto allarga sensibilmente i confini del tipo s.r.l. e il timore che il sistema possa crollare, come un castello di carte al primo scossone, ha convinto il legislatore ad ascrivere il ricorso al finanziamento tramite portali, *sic* di accedere alle misure agevolative di matrice societaria, inizialmente alle sole start-up innovative <sup>65</sup>, e dunque per un arco di tempo circoscritto <sup>66</sup>, per

---

S.p.A., e quindi tramite una serie di esenzioni a limiti o divieti imposti dal diritto comune, senza tuttavia imporre la rinuncia a quelle caratteristiche che hanno da sempre suggerito l’adozione del modello S.r.l., a cominciare dalla bassa capitalizzazione»: MALTONI, *La s.r.l.*, cit.

<sup>63</sup> Recente è la pronuncia di Cass. Civ., Sez. III, 18 agosto 2017, n. 20170, in conferma della pronuncia di merito del Trib. Milano, Sez. spec. in materia di imprese, 9 maggio 2017, con nota di CAGNASSO, *Preliminare di vendita e pignoramento di partecipazioni di s.r.l. – la “lunga marcia” di avvicinamento delle partecipazioni di s.r.l. alle azioni*, in *Giur. It.*, 2017, 11, pp. 2422 ss. Il caso è relativo ad un contratto preliminare di vendita di partecipazioni di s.r.l., nel quale i promittenti non erano titolari delle partecipazioni oggetto dello scambio. Il promissario agisce per la dichiarazione di nullità per impossibilità originaria dell’oggetto del contratto preliminare fondata sulla considerazione che la fattispecie della vendita della cosa altrui non poteva essere sussunta in quanto la partecipazione in s.r.l. non è un bene ma è un fascio di diritti. Sul punto, in dottrina si sono avvicendate due scuole di pensiero. La prima sostiene che la partecipazione è un complesso unitario di diritti e trova forza nell’argomentazione data da Santini, il quale afferma che: «la quota è la titolarità di quella somma di rapporti (sociali) che scaturiscono dal contratto» (cfr. SANTINI, *Della società a responsabilità limitata*, in *Comm. c.c. Scialoja – Branca*, GALGANO, a cura di, Bologna – Roma, 1971, ed. II, p. 18). La seconda tesi, invece, riconosce la natura di bene giuridico immateriale, indipendentemente dal fatto che possa essere rappresentata in azioni e offerta al pubblico. Anzi, Cottino afferma che la quota è espressione di una posizione contrattuale obiettiva (COTTINO, *Le società. Diritto commerciale*<sup>4</sup>, Padova, 1999, I, p. 598). Quest’ultima tesi, condivisa da larga dottrina e sposata dalle pronunce citate, trova conferma nei nuovi lineamenti della disciplina della s.r.l. *post* riforma del 2003, e da ultimo ricve ulteriore sostegno nella recente disciplina introdotta con il d.l. 179/2012 e successive modifiche: la possibilità di standardizzare le quote di partecipazione in s.r.l. le rende idonee ad essere offerte al pubblico mediante portali. Dunque si riducono le distanze tra il concetto di azione e quello di quota di partecipazione e, in linea di corollario, ne esce rafforzata la tesi largamente condivisa che ravviuisa nella quota di s.r.l. un bene giuridico immateriale espressione di una posizione contrattuale obiettiva.

<sup>64</sup> LAUDONIO, *La folla*, cit., p. 29.

<sup>65</sup> L’iniziale restrizione all’accesso alle misure di favore dettate dal Decreto Crescita *bis* alle sole *start up* innovative è stata criticata aspramente in dottrina, tanto che Cian ha parlato di “paradosso di Orwell”: «tutte le imprese “innovative” sono innovative, ma alcune lo sono in modo diverso dalle altre»: CIAN, *Società*, cit., p. 969. Altri ha affermato: «Sicché, alla luce del sistema delle deroghe, paiono delinearsi quattro possibili ricostruzioni della fattispecie: la s.r.l. *start up* innovativa che potremmo qualificare «ordinaria», in quanto non variante i connotati del tipo, la s.r.l. semplificata *start up* innovativa «depotenziata», poiché resta ingessata in un atto costitutivo standard con clausole inderogabili, che non le consente di sfruttare il meccanismo delle deroghe e del *crowdfunding*, la s.r.l. *start up* innovativa «modificata», ridisegnante in deroga al diritto societario comune la propria identità tipologica in una cornice di matrice fortemente capitalistica finalizzata ad estendere i canali di finanziamento ed investimento, infine la s.r.l. *ex start up* innovativa «geneticamente modificata», che, in modo curioso, è autorizzata a mantenere alcune clausole non tipiche del modello s.r.l.» (FREGONARA, “*Orientarsi*” nella disciplina work in progress della *start up innovativa s.r.l.*, in *Nuovo dir. soc.*, 2016, p. 34). V. altresì, LAUDONIO, *La*

poi allargare la cerchia dei beneficiari sino a ricomprendervi, in tempi recenti, tutte le PMI <sup>67</sup>.

La disciplina ha tutti i connotati della normativa di carattere speciale che, al di là del mezzo legislativo utilizzato – il decreto legge – essendone dubbi i caratteri di urgenza e necessità, si impone sui caratteri strutturali del tipo con il rischio di scolorire l'essere s.r.l. considerato l'alto numero di *start-up* e PMI presente nel territorio italiano, per la maggior parte costituite in forma di società a responsabilità limitata: se, paradossalmente, tutte adottassero all'interno dei propri atti costitutivi clausole derogatorie della disciplina di diritto comune, si avrebbe che, astrattamente, una disciplina di diritto speciale si possa imporre *de facto* come norma di diritto comune generale. Parafrasando *a contrario* un noto modo di dire, in questo caso sarebbe la regola a confermare l'eccezione!

### **3. Le deroghe al diritto societario**

#### **3.1. La standardizzazione delle quote di s.r.l. ...**

*«L'atto costitutivo della PMI costituita in forma di s.r.l. può creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, commi secondo e terzo, del codice civile.*

*L'atto costitutivo della società di cui al comma 2, anche in deroga all'art. 2479, quinto comma, del codice civile, può creare categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta ovvero diritti di voto*

---

*folla*, cit., p. 25. L'A. critica la normativa in quanto non segna i confini, quantitativi e qualitativi, del concetto di prevalenza sul quale giustificare la restrizione alle sole *start-up* innovative: «Coerentemente, a tale tuziorismo sembra di poter anche ascrivere il silenzio sull'individuazione della condizione di prevalenza. Diventa pertanto ancor più arduo giustificare la scelta restrittiva di ammettere all'*equity crowdfunding* solo le *start-up* innovative, se poi il legislatore stesso si è evidentemente sottratto anche al compito di segnare i confini della prevalenza di questa sfuggente innovatività». Dunque il concetto di prevalenza è reinterpretato in termini di «priorità gerarchica» delle attività comprese nell'oggetto sociale dichiarate documentalmente.

<sup>66</sup> CIAN, *Le start-up*, cit., p. 1179.

<sup>67</sup> La «“differenza tipologica” tra grande e piccola società di capitali ha dato vita ad una “divaricazione disciplinare”»: COSSU, *Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione italiana recente*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, p. 448.

*limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative»* (art. 26, commi 2 e 3, d.l. 179/2012).

La *ratio* dei commi *ut supra* riportati è di ridurre lo scarto sistemico tra la fattispecie dell'azione di s.p.a e la partecipazione in s.r.l. Viene propiziata per le PMI costituite in forma di s.r.l. la possibilità di creare categorie di quote, e a monte di standardizzare le quote di partecipazione in s.r.l. Quest'ultimo è un principio implicito nel testo, ma è il passaggio indefettibile affinché vi sia la categorizzazione.

Come si è avuto modo di ricordare, nel sistema della s.r.l. impera il principio di proporzionalità, meglio della doppia proporzionalità: proporzionalità rispetto al profilo dei diritti spettanti ai soci con la sottoscrizione (art. 2468, co. 2, primo alinea, c.c.); proporzionalità nel profilo valoriale della partecipazione rispetto al conferimento (art. 2468, co. 2, secondo alinea, c.c).

La standardizzazione invece procede secondo un criterio matematico-astratto prefissato *ex ante* in base al quale calcolare il valore nominale e unitario dell'azione. Il dividendo dell'operazione è il capitale nominale e il divisore è il numero delle azioni di prima emissione. Dunque è un'operazione che resta insensibile al numero dei soci, a differenza della s.r.l., nella quale si tiene conto della relazione biunivoca tra il numero dei soci e il numero delle quote, c.d. principio "una quota-un socio".

La deviazione rispetto ad un profilo non secondario della materia delle s.r.l. si giustifica sulla considerazione che, nel procedimento di trasformazione del conferimento in partecipazione, non viene mai perso di vista il valore centrale della persona del socio <sup>68</sup>; mentre con la standardizzazione per le quote di s.r.l. si perde questo legame binario per forgiare, anche nel contesto della s.r.l., quote oggettivate sia nella misura economica che nella misura dei diritti <sup>69</sup>. Infatti il concetto di standardizzazione contempla per implicito il carattere di uguaglianza,

---

<sup>68</sup> SANTONI, *Le quote di partecipazione*, cit., p. 392.

<sup>69</sup> «Un approdo che, come più volte evidenziato, condurrebbe seco la rivoluzione nell'assetto dei rapporti stessi tra il modello azionario e la s.r.l. innovativa, ambedue aperti a una diversificazione non più *ad personam*, quanto invece (ed anche) *ad quotam*, astratta e standardizzata, delle partecipazioni sociali»: BENAZZO, *Start up*, cit., p. 475.

presupposto per la creazione di categorie speciali di quote. Aspetto quest'ultimo che verrà trattato *infra*.

Il portato, lasciando al momento da parte l'aspetto concernente i diritti, è l'applicabilità di caratteri peculiari delle azioni, in particolare l'uguaglianza. Essendo la quota di partecipazione un vero e proprio quoziente, sembra estensibile il concetto di valore nominale dell'azione, inteso come valore monetario rappresentato da ciascuna quota. Infatti, seppur non possano essere incorporate all'interno di titoli di credito, le quote potrebbero essere emesse sia con valore nominale – l'atto costitutivo oltre al valore nominale del capitale sociale e al numero di quote standardizzate offerte in sottoscrizione, deve in tal caso indicare anche il valore nominale delle singole quote – ovvero potrebbero essere emesse senza valore nominale, in quanto risultato di un'operazione matematica in ogni tempo ripetibile. Parimenti, sembrano estensibili le diverse accezioni di valore di emissione e valore di bilancio; altrettanto non sembra possibile per il concetto di valore di mercato delle quote standardizzate di s.r.l., data l'assenza – formale – di un mercato secondario per la loro negoziazione. Inoltre, la standardizzazione delle quote declinerebbe anche il principio di autonomia nell'ambito delle s.r.l.: se il socio di una s.r.l. può divenire titolare di nuove quote ordinarie, ad esempio perché offerte in sottoscrizione, andando ad accrescere il valore della partecipazione originariamente posseduta alla stregua del principio “una quota-un socio”; il socio titolare di una partecipazione ordinaria in s.r.l. che acquista anche una partecipazione standardizzata emessa dalla stessa PMI di cui è già socio, non vede sommarsi le due quote in un'unica partecipazione in quanto esse rispondono a due differenti principi, con correlati differenti effetti. La partecipazione ordinaria segue il principio di proporzionalità, il quale non è coniugabile con il principio astratto matematico che regola le quote standardizzate <sup>70</sup>. Inoltre, rispetto ai diritti, se la quota ordinaria è colorata da diritti particolari – come detto – questi non seguono le vicende circolatorie della quota, ma decadono con il trasferimento; per contro, i diritti imputati alle quote standardizzate sono del tutto svincolati dal socio-persona e pertanto sono insensibili ai mutamenti di titolarità.

---

<sup>70</sup> La standardizzazione rende possibile la titolarità di più quote in capo ad un socio s.r.l., preconizzata a suo tempo da Rivolta. V. nota 4.

Infine, non sembra trovare spazio la divisibilità delle quote di partecipazione standardizzate. È negata in linea generale per le partecipazioni ordinarie in s.r.l., in analogia con quanto previsto per le azioni.

L'interrogativo è se la standardizzazione, estesa ora anche alle s.r.l. sottodimensionate, segni il definitivo tramonto del principio di proporzionalità. Sembra opportuno sposare la tesi sostenuta in dottrina secondo cui l'uno non esclude l'altro, bensì è auspicabile che convivano partecipazioni ordinarie costruite alla stregua del principio di proporzionalità con eventuali quote frutto di un processo di standardizzazione <sup>71</sup>. Infatti, in linea tendenziale, le quote standardizzate di s.r.l. sono ottenute dalla differenza del capitale sociale sottoscritto dai soci fondatori in sede di costituzione della s.r.l., i quali dettano i criteri per calcolare le quote *standard*, ovvero in sede di aumento del capitale sociale <sup>72</sup>. Si delineano due classi di soci, i fondatori titolari di quote ordinarie, eventualmente corredate di diritti particolari, e i soci investitori, c.d. *in crowd-funded equity*, sottoscrittori di quote standardizzate negoziate all'interno dei portali <sup>73</sup>: rappresentano una soluzione di compromesso che permette di aprirsi al

---

<sup>71</sup> CIAN, *Le start-up*, cit., p. 1186; COSSU, *Le start up*, cit., p. 1720.

<sup>72</sup> «In proposito mi pare si possa marcare la differenza rispetto al tipo S.p.A., poiché non si rinvencono vincoli testuali che impongono di omogeneizzare le modalità di “misurazione” della partecipazione, così che sembra legittimo scomporre in unità omogenee solo parte del rapporto sociale, per esempio quello rappresentato da quote emesse in esecuzione di un aumento di capitale volto a creare una categoria, ferme restando le partecipazioni *ad personam* preesistenti. Nulla peraltro vieta la scomposizione del rapporto già esistente in quote unitarie di ugual valore, con decisione che mi pare possa essere assunta a maggioranza, in quanto non destinata ad alterare i rapporti fra soci, e quindi i benefici e gli oneri ad ognuno di loro facenti capo, alla stregua (e nei limiti) in cui è ammissibile il frazionamento azionario»: MALTONI, *La Srl start-up*, cit.; MALTONI e SPADA, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Iuris responsa, dell'Associazione Cavere respondere*, 2013, pp. 579 ss., punto 4.3.

<sup>73</sup> BENAZZO, *Start-up*, cit., p. 470: «Quanto al primo aspetto, si profilerebbe il paradosso – ai limiti dell'incostituzionalità – di aprire il modello s.r.l. a configurazioni e assetti organizzativi di stampo più propriamente corporativo-finanziario e funzionali a una raccolta di soci-investitori sul mercato dei capitali, che verrebbe oggi resa genericamente accessibile a qualsivoglia s.r.l., purché piccola o media, inibendo tuttavia, e per converso, l'innesto (di configurazioni e assetti) e l'accesso (alla raccolta di soci-investitori sul mercato) alle s.r.l. che viceversa siano grande impresa (e come tali dunque, verosimilmente, pure dotate già per legge di organi interni di controllo contabile o di legalità, coniugati ad assetti organizzativi, per ciò che concerne gli organi sociali, con un'impronta più prossima a quelli di una s.p.a.)». L'esito, come sottolinea l'A., è che rispetto al profilo della dimensione di impresa si tratteggia un modello parazionario di s.r.l. che conosce la compresenza di posizioni eterogenee, sia sul piano interno *inter partes* tra i soci, emblema della “giustapposizione ontologica” della s.r.l. con la s.p.a., ma che ha avuto antecedente evidenza sul piano esterno al momento della sollecitazione alla sottoscrizione delle quote mediante portali. «Per un verso, infatti, diverrebbe ormai nitido, quanto compiuto, quel processo di de-tipizzazione del modello non azionario già avviatosi con le novelle affannosamente succedutesi dalla riforma del 2003 in poi;



pubblico dei risparmiatori, offrendo quote preconfezionate e misurate in punto di diritto senza allentare le redini del controllo e del potere da parte dei soci fondatori <sup>74</sup>. A suffragio, si osserva che il termine “quota” non è ingentilito dal termine “partecipazione”, sicché nel contratto associativo di s.r.l. assumerà un rilievo prettamente valoriale. Alla luce delle osservazioni svolte, sembra che abbia riviviscenza l’originario significato del termine quota, in cui le varianti di «quota di conferimento» e «quota di partecipazione» coincidevano tra loro <sup>75</sup>.

Per inciso, se nella s.p.a. la standardizzazione è regola aurea, nelle PMI costituite in forma di s.r.l. è prevista dall’art. 26 del d.l. 179/2012 come una facoltà rimessa all’autonomia privata dei soci.

### 3.1.1. ...La creazione di categorie di quote

Qualora plurime quote standardizzate siano omogenee anche nei diritti, allora si crea una categoria di quote di partecipazione in s.r.l. <sup>76</sup>.

La categorizzazione è la rivoluzione che maggiormente salta all’occhio del commentatore, e diventa di nuovo oggetto del dibattito dottrinario, fermo sull’inammissibilità delle categorie di quote <sup>77</sup>. Nell’epoca precedente alla riforma del diritto delle società, la tecnica legislativa usata dal codice civile sembrava

---

per altro verso, però, si avvierebbe un cammino, inverso rispetto a quello imboccato con la riforma del 2003, che aveva visto l’affrancamento della s.r.l., sul piano tipologico e regolamentare, dalla società per azioni, per tornare, nuovamente, a una sostanziale sovrapposizione tra i due tipi e così nuovamente a una “s.r.l. – società per azioni” (senza però poter soggiungere “senza azioni”, dal momento che la mancata emissione di certificati azionari, per un verso, è possibile anche nella s.p.a., e, per un altro verso, la categorizzazione e la standardizzazione delle partecipazioni sociali già sono oggi, proprio sul terreno delle società innovative, un fenomeno coniugabile anche con la struttura della s.r.l.)».

<sup>74</sup> FREGONARA, *Il crowdfunding*, cit., pp. 3 e 7.

<sup>75</sup> «“Quota conferita”, “quota di conferimento”, “quota di capitale sottoscritta” sono formule equivalenti per designare la parte del capitale sociale che ogni socio è tenuto a conferire. Più qualificato e pregnante è il significato di “quota” nelle espressioni “quota di partecipazione” e “quota sociale”, che designano la *posizione giuridica del socio, nel suo rapporto quantitativo con la posizione di tutti gli altri soci*»: RIVOLTA, *La società*, cit., pp. 152 – 153. Per un *excursus* sul significato giuridico di “quota”, nella disciplina previgente alla riforma del diritto societario, si rimanda a REVIGLIONE, *Il trasferimento della quota di società a responsabilità limitata*, Milano, 1998, pp. 6 ss.

<sup>76</sup> Di recente, ABRIANI, *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari delle S.r.l., PMI: possibilità di razionalizzazione del sistema?*, Relazione tenuta al XXXII Convegno di studio su “*Società a responsabilità limitata, piccole e medie impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*”, Courmayeur, 14 – 15 settembre 2018.

<sup>77</sup> Tra i primi ad esprimersi in favore della creazione di categorie speciali di quote: NOTARI, *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazioni*, in AGE, 2003, pp. 325 ss.

sconfessare il richiamo all'istituto delle categorie di quote: la s.r.l. ripeteva la struttura normativa della s.p.a., ma sull'istituto delle categorie di quote non vi era norma che espressamente o implicitamente ammettesse rimandi. *Ubi lex voluit dixit, ubi noluit tacuit!* Seppur la legge prevedeva che la quota dovesse essere calcolata su un'unità di misura – allora di mille lire e suoi multipli – il divieto di incorporazione all'interno di titoli e il veto alla circolazione non avevano mai dato adito alla possibile creazione di categorie quote.

Il parere di inammissibilità delle categorie di quote <sup>78</sup> si rafforza nei propri argomenti con l'entrata in vigore della riforma del diritto societario e la rivisitazione dell'intero istituto della s.r.l. in chiave di centralità della persona del socio <sup>79</sup>. La posizione del socio nella compagine sociale di una s.r.l., quale minoranza qualificata <sup>80</sup>, si connota per la presenza di diritti inderogabili dall'autonomia privata, come il diritto di voto in assemblea in misura proporzionale alla partecipazione detenuta (art. 2479, co., 5 c.c.); il diritto di informazione e controllo sulla gestione sociale (art. 2476, co. 2, c.c.); il diritto individuale di promuovere l'azione di responsabilità contro gli amministratori (art. 2476, co. 3, c.c.) ovvero nei confronti dei soci che abbiano consentito o

---

<sup>78</sup> Mostra parziali aperture Dini. L'A. ammette l'applicabilità dell'art. 2376 c.c., sulle assemblee di categoria, se le quote dotate di diritti particolari siano uniformi tra loro. Pertanto ricadono nel concetto tecnico e non formale di categoria di azioni. Cfr. DINI, *Categorie speciali di quote di società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 1998, pp. 787. Per contro, si esprime in senso favorevole alla possibilità di creare categorie di partecipazioni nella s.r.l. Alessandra Daccò. L'A. afferma, che seppur principio formante della riforma del 2003 sia la rilevanza del socio nella s.r.l., altro principio di indiscusso peso è quello dell'autonomia statutaria, grazie alla quale è concesso ai soci di plasmare le politiche societarie ispirate alle norme delle società di persone ovvero di capitali, *rectius* s.p.a. I diritti particolari sono il passaporto per poter adattare un istituto come quello delle categorie di azioni nell'area della s.r.l., e la negazione sarebbe «un illecito restringimento di tale autonomia»: DACCÒ, *I diritti particolari*, cit., p. 402.

<sup>79</sup> «Esemplificando quest'ultimo profilo, mentre è possibile attribuire a singoli soci di s.r.l. in quanto tali un diritto amministrativo svincolato dalle rispettive partecipazioni, non sembra invece possibile creare nella s.r.l. partecipazioni le quali, indipendentemente dall'identità dei rispettivi possessori, incorporino il suddetto diritto; con la conseguenza – si ripete – che quest'ultimo non può ritenersi suscettibile di circolare insieme con la partecipazione del suo titolare, il quale rimane così infungibile [...] senza il consenso degli altri soci. La spiegazione di tale scelta è fornita dalla relazione al decreto di riforma, § 11, laddove si dice che, in coerenza “con le caratteristiche personali” di questo tipo societario, si è voluto consentire la diversificazione statutaria delle situazioni soggettive non già attraverso a creazione di “categorie di quote” fornite di diritti diversi (la quale “implicherebbe una loro oggettivizzazione e quindi una perdita del collegamento con la persona del socio” richiesto dalla legge delega), ma attraverso l'attribuzione di quei diritti a singoli soci, “quindi in considerazione della loro posizione personale”»: ZANARONE, *Della società*, cit., pp. 521 – 522.

<sup>80</sup> ZANARONE, *Introduzione*, cit., p. 79.

autorizzati atti dannosi nei confronti della società, dei soci o dei terzi (art. 2476, co., 7 c.c.); ed infine il diritto di recesso (art. 2473 c.c.). A prescindere da questi diritti ineliminabili, è rimessa all'autonomia negoziale dei soci la creazione di posizioni eterogenee nella compagine sociale, con rilievo meramente interno, che differenzi il peso specifico del singolo socio, tramite l'istituto dei c.d. diritti particolari.

L'analisi dell'art. 26 del d.l. 179/2012 sembrerebbe irrompere nel sistema stravolgendolo. Nulla di tutto ciò. L'indizio è nel periodare degli stessi commi in cui si rincorre il verbo "potere" in diverse declinazioni: accanto a quote ordinarie i cui diritti sono attribuiti *intuitu personae*, possono esservi quote standardizzate e categorizzate, omogenee nei diritti *intuitu rei*, il cui esercizio spetta *ad quotam* a prescindere dal titolare astratto. Il panorama che potrebbe prospettarsi all'interno della compagine di una PMI costituita in forma di s.r.l. è: 1. i soci, nella loro autonomia negoziale decidono di non avvalersi della possibilità di creare categorie speciali di quote, ed emettono solo quote di partecipazione ordinarie, e si avrà l'unica classe di soci fondatori; 2. ipotesi contraria, in quanto non espressamente vietato, i soci possono emettere per intero quote standardizzate e/o categorizzate; 3. "sistema misto", che sarebbe quello poi nella mente del legislatore, con le quote ordinarie, tra le quali si distingueranno, se previsto dall'atto costitutivo, quote dotate di diritti particolari, convivono quote standardizzate e/o categorizzate. Dunque l'insieme dei soci vedrà contrapporsi i soci fondatori, tributari delle partecipazioni canoniche, e i soci investitori, per quelle standardizzate.

La norma è in aperta deroga ai commi 2 e 3 dell'art. 2468 c.c., e con sacrificio del principio proporzionalità; viene sensibilmente allargato il potere conformativo dell'autonomia negoziale, purché si muova «nei limiti imposti dalla legge». Detti limiti devono essere ricercati, in prima battuta, nella disciplina della s.r.l., che è il paradigma dal quale si muovono le deroghe. Il riferimento è alle disposizioni inderogabili, quali il divieto di rappresentare le partecipazioni sociali in azioni *ex art. 2468, co. 1, c.c.*; il divieto del patto leonino, sancito *ex art. 2265 c.c.*; il diritto di impugnativa delle delibere assembleari, *art. 2377 c.c.*; il principio di integrità

del capitale sociale, art. 2346, co. 5, c.c.<sup>81</sup>. Dei diritti inderogabili, *ut supra* citati, nessuna menzione è rintracciabile dalle maglie della norma, facendo supporre che siano derogabili. Ed una conferma è che, ai sensi dell'art. 26, co. 3, l'atto costitutivo della *start-up* o della PMI costituita in forma di s.r.l. può disporre, in deroga all'art 2479, co. 5, c.c., la creazione di categorie di quote che non attribuiscono il diritto di voto<sup>82</sup>, che lo attribuiscono in misura non proporzionale alla partecipazione detenuta, o con riferimento a precisi argomenti, o subordinato a condizione<sup>83</sup> non meramente potestativa<sup>84</sup>. Il diritto di voto è il canale privilegiato attraverso cui un socio interagisce nelle dinamiche endosocietarie, ed è la miglior espressione del carattere personale del tipo s.r.l.<sup>85</sup>. Nel parallelismo con la s.p.a, il richiamato comma rimanda all'intelligenza dell'art. 2351 c.c., il quale prevede che, relativamente alle azioni senza diritti di voto o con diritti di voto limitati a particolari argomenti, ovvero per le categorie di azioni che attribuiscono ai soci diritti di voto subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, il valore di dette quote azionarie «non può complessivamente superare la metà del capitale sociale» (co. 2); mentre, con

---

<sup>81</sup> FREGONARA, *L'equity based crowdfunding*, cit., p. 2295, a cui si rimanda per esempi di possibili categorie speciali di quote. ID., "*Orientarsi*", cit., p. 23 ss.

<sup>82</sup> L'ammissibilità di quote senza diritto di voto sembra esclusa dal dato normativo per le PMI costituite in forma di s.r.l. Infatti, l'art. 57, co. 3, del d.l. 50/2017, Decreto Correttivo, non richiama nell'ambito delle PMI s.r.l. non innovative la previsione che consente la creazione di categorie di quote prive del diritto di voto, appunto il comma terzo dell'art. 26 del d.l. 179/2012. Secondo la dottrina l'omissione, anche se fosse frutto di una consapevole scelta legislativa e non di una mera svista, sarebbe superabile in quanto i nuovi indirizzi legislativi si orientano in senso derogatorio al principio di proporzionalità del diritto di voto; ma soprattutto, in un'ottica sistematica, il divieto di emissione di quote prive del diritto di voto per la PMI s.r.l. aperta collide con la possibilità riconosciuta alla PMI costituita in forma di s.p.a., sia essa chiusa o quotata. Infatti: «anche sotto il profilo letterale occorre tener conto del contenuto del comma non richiamato, che espressamente rinvia a quello precedente: quindi, dal momento che quest'ultimo trova oggi applicazione per tutte le P.M.I. e che, come si è detto, il comma successivo si applica ai casi previsti in quello precedente, sembrerebbe doversi concludere che l'omesso rinvio risulta irrilevante e che pertanto le P.M.I. possono emettere categorie di quote anche prive del diritto di voto o a voto non pieno, determinandone il contenuto con ampia autonomia»: CAGNASSO, *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito delle società P.M.I.*, in *Nuovo dir. soc.*, 2018, pp. 930 ss.

<sup>83</sup> Nel caso il diritto di voto sia condizionato, il decadere della condizione sospensiva ovvero il realizzarsi della risolutiva comporterebbe la conversione delle quote di categoria in partecipazioni ordinarie: così SALVATORE, *Le start up*, cit., p. 21.

<sup>84</sup> «Secondo questa chiave di lettura si spiega appunto la possibilità di creare anche categorie di quote prive del voto, a voto limitato, condizionato o non proporzionale, favorendo l'ingresso di risorse finanziarie senza decentramenti della sovranità sulla società»: CIAN, *Le società*, cit., p. 422.

<sup>85</sup> L'istituto dei diritti particolari non può in alcun modo compromettere il diritto di voto. Cfr. MAUGERI, *Quali diritti particolari per il socio di società a responsabilità limitata?*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1483 ss.

specifico riguardo alle azioni a voto plurimo, queste possono essere emesse con il limite massimo di tre voti (co. 4) <sup>86</sup>. Le norme non sono espressamente riprese dal Decreto Crescita *bis*, ma ragioni di coerenza sistematica persuadono alla necessità di estenderne i limiti anche al caso delle categorie di quote di s.r.l., affinché sia pur sempre garantita la proporzione tra le sfere di rischio e di potere <sup>87</sup>. La continuità tra il sistema delle PMI costituite in forma di s.r.l. e la disciplina della s.p.a., attraverso il fenomeno della categorizzazione delle partecipazioni, porta all'applicazione analogica delle norme della s.p.a. che regolano l'istituto delle categorie di azioni, al fine di colmare le lacune di una disciplina che si è limitata a pochi accenni. In particolare, è pacifico che alla creazione di categorie di quote segua la formazione dell'assemblea di categoria, organo col quale la società deve dialogare nel caso talune decisioni concernano i relativi diritti. Infatti, «sembra da escludersi l'applicazione dell'art. 2468, co. 4, c.c. per due convergenti ragioni: a) perché la regola (derogabile) del consenso unanime per le modificazione dei diritti particolari è riferita ai diritti del socio e non al diversificato "contenuto" (in diritti ed oneri) di quote unitarie costituenti una categoria; b) perché la regola predetta si applica alle modificazioni dirette dei diritti particolari, non alle modificazioni riflesse (dalla modificazione di altre clausole dell'atto costitutivo) alle quali ultime è assimilabile l'evenienza di cui alla questione [...] formulata. Posto che per le modificazioni dell'atto costitutivo della società a responsabilità limitata è prevista come necessaria la procedura assembleare (art. 2479, co. 4, c.c.), simmetria organizzativa e funzionale – con la – società per azioni sembra deporre per l'applicazione analogica ipotizzata. Per questa ragione, resta esclusa la possibilità di prospettare un diritto di recesso del socio consenziente, ai sensi dell'art. 2473 c.c. (rilevante modifica dei diritti attribuiti ai soci a norma dell'art. 2468 quarto comma); ma non già lo spazio per un'applicazione analogica dell'art. 2437» <sup>88</sup>. In una dimensione d'insieme, sembra inevitabile un'eterointegrazione delle norme delle PMI costituite in forma di s.r.l. con le norme della s.p.a. che rispondono ad una *eadem ratio*. L'integrazione analogica della disciplina della

---

<sup>86</sup> BENAZZO, *Start up*, cit., p. 485.

<sup>87</sup> SPERANZIN, *Piccole – medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 350 ss.

<sup>88</sup> MALTONI e SPADA, *L'impresa*, cit., punto 4.9. V. anche MALTONI, *La Srl*, cit. V. altresì, COSSU, *Le start up*, cit., pp. 1720 ss.

s.r.l. con fonti che hanno la loro *sedes materiae* nella s.p.a. accade per un rapporto di derivazione orizzontale tra i due tipi e non più verticale, insistente tra i tipi nel periodo *ante* riforma. La norma richiamata per *relationem* – nel caso di specie i commi fanno riferimento in via generica alla creazione di categorie per collegarsi, *ex art. 12, co. 2, disp. prel.*, alla disciplina dedicata all’istituto nell’ambito delle s.p.a. – serve ad evitare effetti distorsivi: tra i principi generali che ispirano la riforma del diritto societario, oltre alla rilevanza centrale del socio nel contratto di società, l’inclusione della s.r.l. tra i tipi capitalistici comporta che l’applicazione analogica delle norme di s.p.a.<sup>89</sup> permetta di dare forza al “principio di conservazione” della s.r.l.<sup>90</sup>.

La quota di partecipazione di una PMI s.r.l. ha natura di *Giano Bifronte* in quanto, per effetto della standardizzazione e della categorizzazione, da *posterius* rispetto al socio può divenire *prius* logico giuridico<sup>91</sup>.

### 3.2 La circolazione “dematerializzata” delle quote di s.r.l.

«*In deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, comma primo, del codice civile, le quote di partecipazione in PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali di cui all'articolo 30 del presente decreto, nei limiti previsti dalle leggi speciali*» (art. 26, co. 5, d.l. 179/2012)<sup>92</sup>.

L’evoluzione della disciplina non ha interessato solo la fase della negoziazione delle quote, ma anche il regolamento delle operazioni di movimentazione dei titoli oggetto di offerta sul portale. La regola si pone sulla china delle deroghe e detta

---

<sup>89</sup> ZANARONE, *Della società*, cit., pp. 18 – 19 e 42 – 43.

<sup>90</sup> RIVOLTA, *Ragioni dell'impresa e principio di conservazione nel nuovo diritto societario*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, p. 572.

<sup>91</sup> «Quando si è parlato di “categorie di partecipazioni”, nel rapporto c.d. “*Restart Italia*”, da cui prende ispirazione la disciplina che si sta qui commentando, si fa riferimento a due categorie di partecipazioni: 1) le cc.dd. “*performance shares*”, che sono partecipazioni tradizionalmente (sotto il profilo dei diritti sociali) riservate ai soci fondatori, che però possono essere liberate ad un dato prezzo predeterminato solo se vengono raggiunti certi obiettivi di business, oppure 2) le cc.dd. “*seeding shares*”, ovvero partecipazioni riservate agli investitori che attribuiscono una serie di diritti comuni nella prassi commerciale in materia di finanza straordinaria (dal c.d. diritto di trascinarsi, di *coventita*, *liquidation preference*, la c.d. “*anti dilution*”): SALVATORE, *Le start up innovative*, cit., p. 34.

<sup>92</sup> Per effetto dell’art. 4 del d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, il testo è ora replicato anche all’interno del t.u.f., al co. 1 -*bis* dell’art. 100 -*ter*.

l'eccezione al regime codicistico del trasferimento delle quote rappresentative del capitale sociale per le *start-up* e le PMI. A livello di fonte di rango primario, la novità è condensata nel disposto dell'art 100 *-ter*, t.u.f., precipuamente nei commi dal 2 *-bis* al 2 *-quater*<sup>93</sup>: viene proceduralizzato un sistema alternativo di sottoscrizione e trasferimento delle quote di partecipazione mediante scritturazione in conto.

L'articolo precitato prevede che, al fine di usufruire della disciplina di favore, la negoziazione sia delimitata, dal punto di vista dell'oggetto, agli strumenti finanziari emessi dalle piccole e medie imprese e che all'interno del regolamento del portale, dove ha luogo la negoziazione, sia ammessa la facoltà di poter optare per il regime alternativo (co. 2 *-ter*).

Il sistema si pone in deroga a quello ordinario di annotazione e pubblicità garantito dal registro delle imprese<sup>94</sup>. La sottoscrizione vede l'intervento di un

---

<sup>93</sup> Si veda già il comma 2 *-quinquies*, il quale recitava che: «Trascorsi due anni dalla data in cui la società interessata abbia cessato di essere una *start-up* innovativa per il decorso del termine previsto dall'articolo 25, commi 2, lettera b), e 3, del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla l. 17 dicembre 2012, n. 221, e successive modificazioni, gli intermediari provvedono a intestare le quote detenute per conto dei sottoscrittori e degli acquirenti direttamente agli stessi. L'intestazione ha luogo mediante comunicazione dell'elenco dei titolari delle partecipazioni al registro delle imprese ed è soggetta a un diritto di segreteria unico, a carico dell'intermediario. Nel caso di opzione per il regime di cui al comma 2 *-bis* del presente articolo, la successiva registrazione effettuata dal registro delle imprese sostituisce ed esaurisce le formalità di cui all'articolo 2470, co. 2, c.c.». Il comma era stato inserito dall'art. 4 del d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, convertito con modificazioni con l. 24 marzo 2015, n. 33, e poi abrogato dall'art. 4 del d.lgs. del 3 agosto 2017, n. 129. Il comma indicava una *dead-line* – decorso di due anni dalla perdita della qualità di *start-up* – dopo la quale gli intermediari avevano l'obbligo di intestare le quote ai legittimi titolari. L'abrogazione del comma comporta la perdita del carattere di temporaneità, e l'intestazione in capo agli intermediari può essere “disattivata” in ogni tempo, ossia quando i legittimi titolari richiedano l'intestazione delle relative quote in loro favore: cfr. MALTONI, RUOTOLO e BOGGIALI, *La nuova disciplina*, cit., p. 18.

<sup>94</sup> La norma speciale deroga l'art. 2470, co. 2, c.c. («L'atto di trasferimento, con sottoscrizione autenticata, deve essere depositato entro trenta giorni, a cura del notaio autenticante, presso l'ufficio del registro delle imprese nella cui circoscrizione è stabilita la sede sociale. In caso di trasferimento a causa di morte il deposito è effettuato a richiesta dell'erede o del legatario verso presentazione della documentazione richiesta per l'annotazione nel libro dei soci dei corrispondenti trasferimenti in materia di società per azioni»), e l'articolo 36, comma 1 *-bis*, d.l. 25 giugno 2008, n. 112, convertito con modificazioni, dalla l. 6 agosto 2008, n. 133 («L'atto di trasferimento di cui al secondo comma dell'articolo 2470 del codice civile può essere sottoscritto con firma digitale, nel rispetto della normativa anche regolamentare concernente la sottoscrizione dei documenti informatici, ed è depositato, entro trenta giorni, presso l'ufficio del registro delle imprese nella cui circoscrizione è stabilita la sede sociale, a cura di un intermediario abilitato ai sensi dell'articolo 31, comma 2 *-quater*, della legge 24 novembre 2000, n. 340. In tale caso, l'iscrizione del trasferimento nel libro dei soci ha luogo, su richiesta dell'alienante e dell'acquirente, dietro esibizione del titolo da cui risultino il trasferimento e l'avvenuto deposito, rilasciato dall'intermediario che vi ha provveduto ai sensi del presente comma. Resta salva la

soggetto terzo rispetto al sottoscrittore <sup>95</sup> e all'emittente: l'intermediario abilitato, ad uno dei servizi di investimento previsti all'art. 1, co. 5, lett. a), b), c), c -bis) ed e) <sup>96</sup>, è tenuto alla sottoscrizione delle quote in nome proprio ma per conto del proprio cliente (co. 2 -bis, lett. a)), ed entro trenta giorni dalla chiusura dell'offerta – sopportandone il relativo costo – deve provvedere al deposito della certificazione che ne attesti la titolarità, presso il registro delle imprese (co. 2 -bis, lett. b)) <sup>97</sup>. Come detto, è il portale a mettere a disposizione dei propri clienti la facoltà di avvalersi del regime eccezionale e a dettare le condizioni di esercizio <sup>98</sup>. Una volta dichiarata la volontà di ricorrervi, sorge «contestuale e obbligatorio» «mandato» <sup>99</sup>, affinché l'intermediario abilitato: «1. effettui(no) l'intestazione delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori, tenendo adeguata evidenza dell'identità degli stessi e delle quote possedute; 2. rilasci(no), a richiesta del sottoscrittore o del successivo acquirente, una certificazione comprovante la titolarità delle quote; tale certificazione ha natura di puro titolo di legittimazione per l'esercizio dei diritti sociali, è nominativamente riferita al sottoscrittore, non è trasferibile, neppure in via temporanea né a qualsiasi titolo, a terzi e non costituisce valido strumento per il trasferimento della proprietà delle quote; 3. consenta(no) ai sottoscrittori che ne facciano richiesta di alienare le

---

disciplina tributaria applicabile agli atti di cui al presente comma»). L'introduzione di una forma di semplificazione burocratica, nella circolazione e nel trasferimento delle quote di partecipazione, è coerente con gli intenti programmatici che hanno guidato l'*equity crowdfunding* sin dai suoi albori, oltre che completa in termini procedurali il sistema di standardizzazione e categorizzazione delle quote. Sul tema, DE LUCA, *Crowdfunding e quote materializzate di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ.*, 2016, p. 2. Per la disciplina di diritto comune, M. SPERANZIN, *La circolazione di partecipazioni in s.r.l. tra acquisti a non domino e pubblicità commerciale*, in *Il Nuovo diritto delle società. Liber amicorum G. F. Campobasso*, cit., pp. 413 ss.

<sup>95</sup> Nel testo previgente alle riforme del 2017 (prima modificato dall'art. 18 del d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112 e poi sostituito dall'art. 4 del d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129), il comma, accanto all'ipotesi del trasferimento, prevedeva esplicitamente anche l'ipotesi dell'acquisto.

<sup>96</sup> Nella specie, i riferimenti letterali sono agli intermediari abilitati al servizio di negoziazione per conto proprio, di esecuzione di ordini per conto dei clienti, di assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente, di collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente (questi ultimi due non erano ricompresi nel primo testo del comma), e infine ricezione e trasmissione di ordini.

<sup>97</sup> Nel testo originario, all'intermediario era imposto il solo obbligo di comunicazione al registro delle imprese della loro titolarità di soci per conto di terzi.

<sup>98</sup> «Ogni corrispettivo, spesa o onere gravante sul sottoscrittore, acquirente o alienante deve essere indicato nel portale dell'offerta, con separata e chiara evidenziazione delle condizioni praticate da ciascuno degli intermediari coinvolti, nonché in apposita sezione del sito internet di ciascun intermediario. In difetto, nulla è dovuto agli intermediari»: cfr. art. 100 -ter, co. 2 -quater, t.u.f.

<sup>99</sup> Lo qualifica come una forma di mandato senza rappresentanza FREGONARA, "*Orientarsi*", cit., p. 26.



quote secondo quanto previsto alla lettera c) del presente comma; 4. accordi(no) ai sottoscrittori e ai successivi acquirenti la facoltà di richiedere, in ogni momento, l'intestazione diretta a se stessi delle quote di loro pertinenza» (co. 2 -bis, lett. b)). La legittimazione in capo all'intermediario per l'esecuzione delle operazioni censite nell'elenco precedente è funzionale al trasferimento intermediato delle quote per semplice annotazione sui registri tenuti dal soggetto incaricato <sup>100</sup>, con uno sgravio dei costi e degli oneri dato che l'operazione non necessita della stipulazione di un contratto scritto <sup>101</sup>.

Propriamente è una forma di intestazione fiduciaria <sup>102</sup>, c.d. trasparente <sup>103</sup>, sulla considerazione che all'intermediario abilitato è preclusa la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, la quale rimane imputata ai clienti per conto dei quali l'intermediario ha sottoscritto le quote: dato l'obbligo di trasparenza all'interno del registro delle imprese dell'effettiva titolarità <sup>104</sup>, il vero compito dell'intermediario è quello di facilitare la sottoscrizione e fluidificare i successivi passaggi traslativi della quota mediante la scritturazione in un conto tenuto dallo stesso <sup>105</sup>. L'annotazione all'interno del registro dell'intermediario abilitato, infatti, produce gli stessi effetti che conseguono al trasferimento del diritto per atto pubblico o per scrittura privata autenticata, in aperto parallelismo con quanto disposto dall'art. 83 -*quater* t.u.f. per l'alienazione dematerializzata di partecipazioni azionarie in società quotate. Dunque, rimangono distinti i piani della titolarità formale – all'intermediario abilitato – e della titolarità sostanziale –

---

<sup>100</sup> Art. 100 -*ter*, co. 2 -*bis*, lett. c), t.u.f.

<sup>101</sup> Cfr. art. 100 -*ter*, co. 2 -*quater*, t.u.f. Ai sensi della norma richiamata qualora vi siano oneri o costi implicati nell'operazione di trasferimento è dovuta informazione ai sottoscrittori, acquirenti ed alienanti sia sul portale d'offerta – «con separata e chiara evidenziazione delle condizioni praticate da ciascuno degli intermediari coinvolti» - che in un'apposita sezione del sito internet dell'intermediario.

<sup>102</sup> Sul tema, MAUGERI, *Intestazione fiduciaria e circolazione della partecipazione*, in *Orizz. dir. comm.*, 2016, pp. 63 ss.

<sup>103</sup> In proposito si rinvia al saggio di DE STASIO, *L'intestazione fiduciaria di quote di s.r.l.*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, pp. 626 ss., ivi per ulteriori riferimenti bibliografici.

<sup>104</sup> CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e la c.d. «dematerializzazione» delle quote di s.r.l.*, in *Orizz. dir. comm.*, 2016, p. 551.

<sup>105</sup> Il riferimento a «Successive alienazioni», presente al primo periodo del comma 2 -*bis*, escluderebbe in via implicita il ricorso al regime di trasferimento alternativo delle quote derivate *mortis causa*, anche di partecipazioni sottoscritte inizialmente mediante portali, con la conseguenza di un ritorno alla disciplina generale del codice.

al sottoscrittore <sup>106</sup>. Infatti, è obbligo dell'intermediario rilasciare in favore del sottoscrittore una certificazione nominativa, intrasferibile neanche momentaneamente ad altri, che attesti la reale titolarità della quota e che sia da "passepartout" all'esercizio dei diritti inerenti alla quota interessata (co. 2 -bis, lett. b), n. 2) <sup>107</sup>. La titolarità è in ogni tempo "reversibile" <sup>108</sup> a semplice richiesta del sottoscrittore, il quale in siffatta maniera ottiene l'intestazione diretta delle quote di propria pertinenza (co. 2 -bis, lett. b), n. 4).

Si tratta di un'ipotesi di circolazione in forma dematerializzata delle quote di s.r.l. <sup>109</sup>, che presenta forti analogie con la normativa prevista per la s.p.a., ex art 2355, co. 5, c.c., da leggere in combinato disposto con l'art. 83 -bis ss., t.u.f. <sup>110</sup>. Rispetto all'istituto del tipo capitalistico per azioni, ne condivide solo i profili di semplificazione ma non le regole di funzionamento. Coesistono, infatti, due modelli di gestione accentrata, quella dematerializzata e quella non dematerializzata <sup>111</sup>. Con riferimento a quest'ultima è incongruo avvicinare la

---

<sup>106</sup> «Il fiduciario ha la titolarità formale della quota, con l'obbligo di svolgere talune attività per il soddisfacimento di determinati interessi del fiduciante, vale a dire – in tal caso – il sottoscrittore o l'acquirente; si tratta, più precisamente, di un rapporto in cui il ruolo e le prerogative del fiduciario sono strettamente regolati dalla legge e non compete al fiduciario la gestione e l'amministrazione delle quote, dato che egli non ha né l'incarico di investire e disinvestire le quote in altri valori mobiliari, né può esercitare, in proprio, i diritti inerenti alle quote»: cfr. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding*, cit., pp. 545 – 546. V. anche DE LUCA, *Crowdfunding*, cit., pp. 1 ss.

<sup>107</sup> Sembra che la norma vieti al socio in *crowdfunded equity* di potersi far rappresentare in assemblea da terzi in forza del divieto temporaneo e nominale al trasferimento della partecipazione. La dottrina propone una lettura del dato normativo «teleologicamente ridotta» che permetta al socio di richiedere il rilascio di una certificazione di partecipazione nominativamente intestata al rappresentante. Cfr. DE LUCA, *Crowdfunding*, cit., p. 7.

<sup>108</sup> DE LUCA, *Crowdfunding*, cit., p. 2.

<sup>109</sup> Come riconosciuto da una nota del MISE, *La policy nazionale a sostegno delle startup innovative*, Scheda di sintesi, aggiornata al febbraio 2017 e disponibile all'indirizzo <http://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/impresa/competitivita-e-nuove-imprese/start-up-innovative>.

<sup>110</sup> In argomento, v. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e «proprietà nascosta» di azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 2, II, pp. 312 ss.; MAUGERI, *Record date e «nuova» inscindibilità della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, pp. 107 ss.

<sup>111</sup> Tra tutti, SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito, documenti circolanti, circolazione intermediata e password*<sup>3</sup>, Torino, 2012, pp. 130 ss., il quale distingue tra dematerializzazione c.d. in senso debole, tecnica che dematerializza la circolazione, e dematerializzazione c.d. in senso forte, tecnica che invece dematerializza i titoli. Sulla dematerializzazione in dottrina: CIAN, *Dematerializzazione*, in *Enc. dir.*, Ann. II, 2008, pp. 313 ss.; ID., *La dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, pp. 641 ss., a cui si rinvia per maggiori riferimenti bibliografici; MASTROPAOLO, *Dematerializzazione (strumenti finanziari)*, in *Dig. disc. priv.*, sez. comm., Agg., 2007, pp. 238 ss.; SCALABRINI, *Le leggi di circolazione dell'azione priva di chartula*, in *Not.*, 2006, pp. 581 ss.; CIAN, *Dematerializzazione degli strumenti finanziari e "possesso" della registrazione in conto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, pp. 160 ss.; CALLEGARI,

dematerializzazione delle quote di s.r.l., perché se è stato introdotto un sistema di trasferimento alternativo delle quote sulla falsariga della gestione accentrata delle azioni di s.p.a.<sup>112</sup>, non è stato contestualmente derogato l'art. 2468, co. 1, c.c. per la parte che vieta la rappresentazione delle quote in azioni: la deroga è parziale e si concentra sull'attuale possibilità dell'offerta al pubblico di quote attraverso portali. Difetta a monte il deposito dei titoli presso la società di gestione<sup>113</sup>. Rispetto alla seconda forma, la gestione accentrata dematerializzata<sup>114</sup>, la principale obiezione che può essere sollevata è che l'adesione al sistema non è più una scelta rimessa al singolo titolare, ma travolge l'intero apparato delle partecipazioni sociali, quando invece la norma di riferimento della "dematerializzazione" delle s.r.l. enuncia espressamente che è un'opzione rispetto al sistema ordinario indicato dal codice all'art. 2469, nel caso vi sia clausola all'interno del regolamento del portale che permetta di potervi aderire<sup>115</sup>. Dunque

---

*Note in tema di dematerializzazione*, in *Giur. It.*, 2001, in nota a Cass. Civ., Sez. I, 14 giugno 2000, n. 8107; CARRIERO, *La legge sulla dematerializzazione degli strumenti finanziari: tecniche giuridiche ed obiettivi*, in *Foro It.*, 1998, pp. 309 ss., ivi per ulteriori riferimenti bibliografici

<sup>112</sup> Secondo la dottrina sarebbe assimilabile all'istituto statunitense della gestione di azioni depositate in custodia e amministrazione presso intermediari: DE LUCA, *Crowdfunding*, cit., 3, ivi per ulteriori riferimenti bibliografici.

<sup>113</sup> A tal punto, secondo la dottrina sarebbe più adeguato parlare diversamente di "facilitazione" e non di "dematerializzazione". CAPELLI, *L'equity based crowdfunding*, cit., p. 548. Similmente, ZANARONE, *Della società*, cit., pp. 509 – 510.

<sup>114</sup> Critico sul modello di trasferimento alternativo delle quote *ex art. 100 -ter*, co. 2 -*bis* e ss., t.u.f., è Benazzo, il quale scrive che: «si tratta di un modello che sostanzialmente si ispira alla gestione accentrata di strumenti finanziari, riveduto e corretto – anche in questo caso, però, con scarsa attenzione e puntualità – per adattarlo alle procedure, anche pubblicitarie, previste per la circolazione delle quote di s.r.l. in generale. [...] Non vi è dubbio che, nella volontà di mimare il sistema di gestione accentrata e dematerializzata proprio del modello azionario, l'adattamento alle prescrizioni, in tema di procedure e iscrizione pubblicitarie proprie della s.r.l., non appare pienamente riuscito: è ciò che, ad esempio, si deve rilevare con riguardo all'annotazione della vicenda circolatoria delle quote nei registri dell'intermediario che, verosimilmente, dovrebbe godere del medesimo regime di circolazione protetta sancito negli artt. 83 -*quinquies* ss., t.u.f., e dunque sostituire il deposito presso il registro delle imprese, ancorché non si possa fare a meno di notare come l'effetto protettivo del terzo acquirente in buona fede previsto dall'art. 2470, 3° co., c.c., sia fondato su un meccanismo di accessibilità da parte dei terzi che non ricorre nel caso delle annotazioni nei registri dell'intermediario. Del pari, ancora inesplorata e irrisolta rimane la questione circa la natura e la portata dell'intestazione fiduciaria delle quote in capo all'intermediario, in particolare se essa sia da considerarsi "reale" e, in caso affermativo, se sia allocata o meno in un patrimonio separato dell'intermediario medesimo. Punto sul quale il tenore letterale delle norme non è certo puntuale e coerente». Cfr. P. BENAZZO, *Start-up*, cit., p. 484.

<sup>115</sup> Lo avvicina invece all'istituto della gestione accentrata, CIAN, *Trasferimento e offerta di quote di S.r.l.*, PMI, Relazione tenuta al XXXII Convegno di studio "Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?", Courmayeur, 14 – 15 settembre 2018.

è una scelta volontaria dell'investitore, oltre che particolare, in quanto non è detto che comprenda tutte le partecipazioni dell'emittente <sup>116</sup>.

Il sistema di trasferimento alternativo delle quote negoziate attraverso portali che praticano l'*equity crowdfunding* non elide il regime generale disegnato all'interno del codice civile della libera trasferibilità delle quote, ma ad esso si affianca <sup>117</sup>. Infatti, qualora non sia descritta dall'autorità del portale la procedura per il trasferimento alternativo, ovvero all'interno dello statuto dell'emittente non sia contemplata la possibilità di avvalersi del sistema di scritturazione in conto, valgono le regole comuni per la "cessione" <sup>118</sup> delle quote, anche standardizzate, per atto tra vivi o *mortis causa*; come valgono le clausole di c.d. mero gradimento, le quali assoggettano il passaggio traslativo al *placet* di un organo sociale, di un socio o di un terzo <sup>119</sup>. In quest'ultima circostanza, se è negato il permesso a trasferire, resta saldo il diritto inderogabile di recesso, il quale può essere congelato dall'autonomia statutaria per un periodo non superiore a due anni <sup>120</sup>: le previsioni contemperano l'esigenza di mantenere stabile la compagine societaria con il diritto al disinvestimento del socio <sup>121</sup>. A ben vedere, si tratta di istituti classici del diritto delle s.r.l. che non cozzano con la modernità del modello s.r.l. per le PMI, bensì implementano il potere conformativo dell'autonomia privata societaria. Il diritto di recesso *ex codice* ha natura dispositiva; il diritto di recesso

---

<sup>116</sup> Cfr. art. 100 -*ter* t.u.f. ai sensi del quale sul portale devono essere indicate le modalità per esercitare l'opzione ovvero si deve avvertire che occorre seguire il regime ordinario del trasferimento *ex* art. 2470, co. 2, c.c., e art. 36, co. 1 -*bis*, d.l. 25 giugno 2008, n. 112, conv. con modificazioni dalla l. 6 agosto 2008, n. 133, e successive modificazioni. «Questo sistema di gestione del trasferimento delle partecipazioni di start up innovative, apparentemente dematerializzato, dovrebbe comportare una riduzione degli oneri annessi in un'ottica di fluidificazione del mercato secondario e rappresentare un'opportunità di snellimento delle operazioni di cessione: il condizionale pare, tuttavia, doveroso di fronte a meccanismi nuovi, ancora da collaudare, e che, certamente, comportano incisive ricadute. In questa prospettiva, è sufficiente pensare al nuovo ruolo e alle responsabilità degli intermediari. Verrebbe da dire che forse la semplificazione è più apparente che reale, ma solo la prassi e gli eventuali dati empirici potranno confermare ovvero smentire questa considerazione»: FREGONARA, *L'equity based crowdfunding*, cit., p. 2297.

<sup>117</sup> COSSU, *Nuovi modelli*, cit.

<sup>118</sup> Il virgolettato vuole sottolineare che la fattispecie del trasferimento della quota di partecipazione non ripete l'istituto della cessione del contratto, *ex* artt. 1406 c.c. Cfr. RIVOLTA, *La società*, cit., pp. 190 e 203.

<sup>119</sup> Altra tipologia di clausole ammesse sono quelle che subordinano il trasferimento della partecipazione in s.r.l. a condizioni e/o limitazioni. Cfr., REVIGLIONE, *Partecipazione nella s.r.l.*, cit.

<sup>120</sup> Cfr. art. 2469, co. 2, c.c.

<sup>121</sup> Per la disciplina in generale, CAMPOBASSO M., *Diritto commerciale*, cit., p. 567.

– accostato al diritto di co-vendita – previsto dal Reg. Consob all’art. 24, co. 1, ha, di converso, natura inderogabile, eletto come condizione di ammissione dell’offerta sul portale: è imposto al gestore, ai fini della pubblicazione dell’offerta, di verificare che l’atto costitutivo dell’emittente contenga necessariamente una clausola che riconosca il diritto di recesso, efficace per i tre anni successivi dalla conclusione dell’offerta, ad investitori diversi dagli investitori professionali, dalle fondazioni bancarie o dagli incubatori di *start-up* innovative nel caso in cui i soci di controllo, successivamente alla conclusione dell’offerta trasferiscano direttamente o indirettamente il proprio pacchetto di quote a soggetti terzi.

Il potere di trasferimento delle quote di partecipazione delle PMI s.r.l. può essere affatto libero o condizionato. Oltre al riconoscimento del diritto di recesso all’interno dello statuto o dell’atto costitutivo dell’emittente, il gestore del portale deve verificare che sia previsto il diritto di co-vendita per gli investitori (art. 24, co. 1, lett. a), Reg. Consob) e che siano comunicati alla società e pubblicati i patti parasociali sul sito *internet* dell’emittente (art. 24, co. 1, lett. b), Reg. Consob), i quali possono imporre limiti al trasferimento delle partecipazioni <sup>122</sup>. Partendo dai

---

<sup>122</sup> Tra i più noti nella prassi societaria, sono: il patto di non alienazione, in forza del quale il titolare di una partecipazione si vincola a non trasferire per un tempo apprezzabile in base all’interesse di uno dei contraenti (*ex art. 1379 c.c.*), e comunque, per ragioni anti elusive, per un termine non superiore ai cinque anni *ex art. 2355 -bis c.c. e 2341 -bis c.c. (Ex multis, SALAFIA, Circolazione delle partecipazioni societarie, in Società, 2014, pp. 1177 ss.; ID., Esame di validità di alcuni patti parasociali relativi alle società non quotate, in Società, 2008, pp. 1333 ss.)*; il patto di prelazione o di cessione delle quote, il quale accorda una preferenza nell’acquisto ad uno dei contraenti del patto (cfr. ABETE, *La clausola di prelazione nella s.r.l.: brevi spunti*, in *Le società*, 2015, pp. 50 ss., in nota a Trib. Napoli, ord. 3 dicembre 2013); mentre nella prassi dei mercati finanziari, trovano conferma i sindacati di blocco, i quali sono pattuizioni che sanciscono il divieto di cedere azioni a soggetti terzi, a condizione del gradimento degli aderenti al patto (v. BUCCIARELLI DUCCI, *I patti parasociali: natura giuridica e profili di tutela*, in *Riv. Not.*, 2009, pp. 462 ss.). Di recente diffusione è il patto parasociale di “*first offer and first refusal*”, il quale rientra nella più ampia categoria dei sindacati di blocco e consiste nel diritto del socio paciscente di acquistare la partecipazione prima che venga posta in vendita. Per un commento, v. DIVIZIA, *Il patto parasociale di “first offer and first refusal”*, in *Società*, 2018, pp. 543 ss. Ed anche, le c.d. “*russian roulette clauses*”, ossia patti diretti a «dirimere ipotesi di stallo gestionale della società, attraverso la fuoriuscita di uno dei due soci e l’acquisizione dell’intera partecipazione per mano dell’altro», In dottrina, v. DIVIZIA, *Patto parasociale di russian roulette*, in *Società*, 2018, pp. 434 ss.; TABELLINI, *La clausola parasociale della roulette russa al vaglio della giurisprudenza*, in *Giur. It.*, 2018, pp. 1141 ss. Di recente sul rapporto tra contratto parasociale di cessione di quote in favore della società e contratto a favore di terzo si è pronunciato il Trib. Milano, 8 giugno 2017, con nota di CIVERRA, *Cessione di quote e patti parasociali*, in *Le società*, 2017, pp. 1345 ss.

patti parasociali <sup>123</sup>, tra le disposizioni legislative sulla s.r.l. non è possibile scorgere norme dirette alla disciplina <sup>124</sup>: il plesso legislativo è composto dagli artt. 122 e 123 t.u.f., che hanno occasionato, in seno alla riforma del diritto societario, l'introduzione nel codice civile degli art. 2341 *-bis*, concernente la durata dei patti <sup>125</sup>, e l'art. 2341 *-ter*, sul regime pubblicitario. L'intera normativa è stata predisposta nella direzione della s.p.a., «in considerazione della maggiore rilevanza per il pubblico e per il mercato finanziario», ferma l'applicabilità «(del)la disciplina generale dell'autonomia privata e dei contratti» per i patti stipulati nel contesto di altri tipi sociali, come la s.r.l. <sup>126</sup>. Gli articoli menzionati

---

<sup>123</sup> Dei patti parasociali manca una definizione normativa, ma sono considerati tali le intese «dal contenuto programmatico o preparatorio [...] anche a portata occasionale, e che ha(nno) come oggetto l'esercizio di situazioni soggettive del socio o l'esercizio delle funzioni degli organi sociali»: cfr. RESCIO e SPERANZIN, *Sub art. 2341 -bis, Commentario del codice civile*, GABRIELLI, diretto da, Torino, 2015, p. 726.

<sup>124</sup> Tra i primi scritti in tema, si deve far menzione dell'opera di G. OPPO, *Contratti parasociali*, Milano, 1942. L'A., già all'epoca, parlava del rapporto tra il patto parasociale e il contratto di società in termini di collegamento negoziale unilaterale: secondo il principio *accessorium sequitur principale*, l'operatività del patto parasociale trovava la sua ragion d'essere nel contratto di società, le cui vicissitudini lo influenzavano direttamente; invece era escluso un rapporto di reciprocità, in quanto il contratto di società non è funzionalmente subordinato. La letteratura giuridica sul tema dei patti parasociali è davvero vasta. Tra le opere di principale rilievo, si ricordano: SANTONI, *Patti parasociali*, Napoli, 1985; FARENZA, *I contratti parasociali*, Milano, 1987; AA. VV., *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, a cura di Bonelli e Jaeger, Milano, 1993; RORDORF, *I sindacati di voto*, in *Società*, 2003, pp. 664 ss.; LEOGRANDE, *Sub artt. 2341 -bis e 2341 -ter*, in *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D.Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6*, MAFFEI ALBERTI, a cura di, Padova, 2005, pp. 92 ss.; DONATIVI, *Sub art. 2341 c.c.*, in *Comm. Niccolini – Stagno d'Alcontres*, Napoli, 2004, pp. 159 ss.; PAVONE LA ROSA, *I patti parasociali nella nuova disciplina delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2004, pp. 8 ss.; OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, pp. 315 ss.; RESCIO, *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali dei soci*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Campobasso*, cit., pp. 446 ss.; LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del codice civile*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Campobasso*, cit., pp. 461 ss.; PORTALE, *Patti parasociali con "efficacia corporativa" nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 1 ss.; SANNA, *Patto parasociale a vantaggio delle società e contratto a favore di terzo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, pp. 697 ss.; ABU AWWAD, *Abuso delle categorie di azioni e patti parasociali nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 1070 ss.

<sup>125</sup> L'articolo non fornisce una nozione generale di patto parasociale ma disciplina esclusivamente la durata di patti stipulati con fine di «stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società», e che «a) hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto nella società per azioni o nelle società che le controllano; b) pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni in società che le controllano; c) hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società». L'elencazione data dall'articolo ha «carattere esaustivo», tanto che i patti che non rientrano in una delle categorie indicate, ma che teleologicamente rispondono alla *ratio* dei patti parasociali, sono considerati come patti parasociali «innominati». Cfr. DIVIZIA, *Circolazione della partecipazione sociale nei limiti soggettivi di efficacia dei patti parasociali*, in *Riv. not.*, 2012, pp. 615 ss.

<sup>126</sup> Relazione al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, par. 2. Il principio è stato di recente ribadito da Cass. Civ., Sez. I, 1 giugno 2017, n. 13877, con nota di LUONI, *Società di capitali – patto parasociale*

del t.u.f. sono destinati alle sole s.p.a. quotate e alle società che le controllano <sup>127</sup>: l'art. 122 t.u.f. non richiede che anche la controllante sia una società quotata all'interno di un mercato regolamentato. Dunque, nulla vieta che in tale posizione si trovi una s.r.l., ed è solo nel caso in cui la s.r.l. copra una posizione di controllo su una controllata s.p.a. quotata, che sarà soggetta alla disciplina speciale dei mercati. A marcare maggiormente l'area della disciplina interviene il disposto del comma 5 *-bis* del medesimo articolo, che *in claris* esclude spazi applicativi alle norme del codice civile, artt. 2341 *-bis* e 2341 *-ter* <sup>128</sup>. La disciplina dettata da queste ultime norme riguarda i patti parasociali sottoscritti nell'ambito di una s.p.a. chiusa ovvero s.p.a. aperta con azioni diffuse tra il pubblico, in quanto espressamente esclusa dalle norme del t.u.f. ma non dalla disciplina di diritto comune <sup>129</sup>. Tuttavia, anche nell'art. 2341 *-bis* c.c. si ripete la prescrizione dell'art. 122 t.u.f.: l'oggetto sono i patti stipulati nelle società per azioni o nelle società che le controllano. Sicché, anche sul piano del codice civile, la s.r.l. potrà ricadere nell'applicazione diretta del regime normativo in tema di patti parasociali, se e solo se, sia controllante di una s.p.a. chiusa o di una s.p.a. con azioni diffuse <sup>130</sup>.

La panoramica effettuata è la premessa per comprendere quale sia il regime di disciplina che si applica ai patti parasociali delle PMI costituite in forma di s.r.l. e che offrono quote di partecipazione all'interno di un portale. Ebbene, stante quanto concluso sarebbe la disciplina di diritto comune dei contratti e delle obbligazioni ad operare, perché razionalmente sembra remota la possibilità che una PMI, che chiede risorse finanziarie in capitale di rischio, sia controllante di

---

*tra problemi di forma e conseguenze in caso di inadempimento*, in *Giur. It.*, 2018, pp. 398 ss., a cui si rinvia per maggiori riferimenti bibliografici.

<sup>127</sup> La previsione è ribadita anche dall'art. 119 t.u.f.

<sup>128</sup> «La diversità delle regole sull'ammissione a quotazione e sulla gestione – a seconda che si tratti di mercati regolamentati o di sistemi multilaterali di negoziazione –, che è seguita alla MiFID, e anche il tenore letterale degli artt. 119 e 122 t.u.f. sembrano non consentire di ritenere applicabili gli artt. 122 e 123 t.u.f. ai patti parasociali relativi alle S.p.a. quotate esclusivamente in un sistema multilaterale di negoziazione e, di conseguenza, alle S.r.l. che dovessero controllarle»: cfr. P. MARANO, *I patti parasociali*, in *S.r.l. Commentario*, a cura di Dolmetta e Presti, Milano, 2011, p. 128, al quale si rinvia per un approfondimento sul tema dei patti parasociali nelle s.r.l. V. altresì. ROMANELLI, *I patti sociali quale alternativa alla tutela parasociale*, in *La tutela delle minoranze nella s.r.l.*, RUGGIERO, a cura di, Milano, 2014, pp. 494 ss.

<sup>129</sup> GENGHINI e SIMONETTI, *Le società di capitali e le cooperative*, in *Manuali notarili*, GENGHINI, a cura di, Milano, 2015, p. 79.

<sup>130</sup> *Contra*, SANTONI, *Sub artt. 2341 -bis e 2341 -ter c.c.*, in *La riforma delle società*, SANDULLI e SANTORO, a cura di, Torino, 2003, p. 94.

una s.p.a. quotata o di una s.p.a. chiusa o con azioni diffuse. La conseguenza è di appesantire di oneri formali laddove la *ratio* dell'apparato dell'*equity crowdfunding* si muove in senso opposto. Esclusa l'applicabilità del regime t.u.f. dei patti parasociali a fronte di un divieto di carattere tipologico – solo e soltanto le s.p.a. quotate in un mercato regolamentato o in via transitiva una s.r.l. controllante di una s.p.a. quotata – la PMI s.r.l. può essere avvicinata alla figura della s.p.a. con azioni diffuse tra il pubblico: non si può propriamente parlare di società aperta, ma *de facto* la PMI s.r.l. è affine al modo di essere delle s.p.a. con azioni diffuse.

La validità di tale assunto è retta dai peculiari tratti di disciplina delle PMI s.r.l., i quali sbiadiscono i confini con il tipo azionario. Dunque, i patti parasociali di questa fattispecie di s.r.l., PMI, sembrerebbero un caso eccentrico di applicazione diretta delle norme di diritto comune che regolano l'istituto dei patti parasociali. Se le conclusioni raggiunte sono valide, si creerebbe un ulteriore scalino normativo – si pensi al regime di durata<sup>131</sup> e di pubblicità<sup>132</sup> dei patti – tra la piccola s.p.a. quotata e la PMI s.r.l. che si affaccia al mercato mediante portali.

Il diritto di co-vendita, noto come *tag along*<sup>133</sup>, si configura qualora oggetto di una clausola all'interno degli atti societari, riconosca al socio titolare – tendenzialmente il socio di minoranza – di partecipare all'operazione di vendita

---

<sup>131</sup> Con esclusivo riferimento ai patti contratti a tempo determinato, nelle società quotate il termine massimo di durata è di tre anni, rinnovabili alla scadenza (art. 123, co. 1, t.u.f.), mentre per le società a cui si applica la disciplina civilistica, l'art. 2341 *-bis* c.c. impone un termine massimo di 5 anni, anch'esso rinnovabile allo scadere.

<sup>132</sup> Il regime pubblicitario dei patti parasociali richiede il rispetto di oneri pubblicitari: essi entro cinque giorni dalla loro stipulazione devono essere comunicati alla Consob; pubblicati per estratto su un quotidiano; depositati presso il registro delle imprese in cui ha luogo la sede legale della società interessata; ed infine devono essere comunicati alle altre società quotate (art. 122, co. 1, lett. a), b), c) e d), t.u.f.). Se dette formalità non sono seguite, la sanzione è la nullità del relativo patto (art. 122, co. 3, t.u.f.). Lo stesso articolo, al comma 5 *-ter*, pone deroga espressa se i patti, in qualunque forma stipulati, coinvolgono un monte di partecipazioni inferiore alla soglia prevista ex art. 120, co. 2, t.u.f., relativo agli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti. Diversamente, i patti regolati dal codice civile non sono oggetto di pubblicità, ma ad oneri di dichiarazione rivolta alla società e all'apertura di ogni assemblea, con il dovere di annotazione all'interno del verbale, ed è il verbale ad essere oggetto di pubblicità mediante trascrizione presso il registro delle imprese (art. 2341 *-ter* c.c.). RESCIO e SPERANZIN, *Sub art. 2341 -ter c.c.*, in *Commentario del Codice Civile*, cit., 2015, pp. 342 ss.

<sup>133</sup> La clausola è anche nota con la denominazione di "*piggy back*". V., COSSU, *Circolazione delle azioni – covendita, tag along e cessione della nuda proprietà*, in *Giur. It.*, 2018, pp. 1431 ss., in nota a Cass. Civ., sez. I, ord. 19 febbraio 2018, n. 3951. V. altresì, TRIVIGNO, *Non spetta il diritto di tag along per il trasferimento della sola nuda proprietà delle azioni*, in *Notariato*, 2018, pp. 415 ss.



delle partecipazioni sociali che rappresentano una fissata percentuale del capitale sociale, alle stesse condizioni imposte per il trasferimento tra il socio di maggioranza e il terzo acquirente<sup>134</sup>. Infatti, è anche denominato come diritto di accodamento<sup>135</sup>. È un diritto che nasce nel contesto delle relazioni societarie, in particolare dei *venture capitalists*<sup>136</sup>, insieme ad altre clausole atipiche, come quelle di *drag along* e di *bring along*<sup>137</sup>. Il diritto di co-vendita è, appunto, una clausola atipica, la quale nel nostro ordinamento non ha ricevuto espressa menzione fino a prima della promulgazione del Reg. Consob sull'*equity crowdfunding*. Infatti, l'art. 24, co. 1, impone al gestore del portale di verificare

---

<sup>134</sup> Per un'analisi ampia sulle operazioni di vendita delle partecipazioni sociali, v. MAFFEIS, *La vendita di partecipazioni sociali: natura, contenuto e tipi*, in *Trattato dei Contratti. Vendita e vendite*, diretto da Roppo, Milano, 2014, pp. 835 ss.

<sup>135</sup> Tra le partecipazioni si crea un rapporto di complementarietà reciproco, simile a quello insistente tra beni complementari appartenenti a soggetti diversi: «Il proprietario del bene principale può avere interesse, nella prospettiva o nella eventualità di un'alienazione della cosa sua, ad assicurare all'ipotetico acquirente la possibilità di acquistare anche la cosa secondaria. Ciò nella previsione, o nella speranza, di riuscire a spuntare un prezzo più elevato per la cosa propria, o comunque di facilitarne l'alienazione, mettendo il compratore in condizione di goderne più pienamente grazie alla disponibilità anche della cosa secondaria. Per soddisfare questo interesse, il proprietario del bene principale deve vincolare quello del bene secondario a venderne insieme con lui. Diversa la situazione del proprietario del bene secondario. Questo non ha interesse o, comunque e soprattutto, non può sperare di vincolare l'altra parte a seguirlo nelle sue iniziative intese al trasferimento del proprio bene. Ha interesse invece ad essere messo in condizione di accodarsi alle iniziative del proprietario del bene principale, consapevole dell'indebolimento della propria posizione di mercato che assai probabilmente si determinerebbe se l'altra parte alienasse da sola. Il soddisfacimento di questo interesse richiede dunque che il proprietario del bene principale sia vincolato a non vendere senza che il proprietario del bene secondario sia messo in condizione di fare altrettanto»: cfr. D'ALESSANDRO, *Patti di "co-vendita" (tag along e drag along)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, pp. 20373 ss.

<sup>136</sup> BALLERINI, *I patti di co-vendita nelle società: funzioni e struttura*, in *Contr. e impr.*, 2014, pp. 1011 ss., a cui si rinvia per l'analisi sulla ricostruzione ermeneutica delle clausole di *drag along*.

<sup>137</sup> La clausola di "*drag along*" o "*come along*", o anche conosciuta sotto la denominazione di "accordo di trascinamento", è la pattuizione con la quale i soci stabiliscono che, qualora uno intenda vendere la sua quota di partecipazione, gli altri saranno obbligati a cedere le proprie partecipazioni in favore dello stesso terzo acquirente. La formula di sintesi di questo genere di patti è: "se vendo, ti impegni a vendere con me". La clausola di "*bring along*" invece riconosce il diritto del socio di maggioranza che intende cedere la propria partecipazione sociale di offrire in vendita anche le partecipazioni dei soci di minoranza, i quali saranno obbligati alla vendita. In dottrina sulla clausola di *drag along*: DE MATTEIS, *La clausola di trascinamento inserita nello statuto di una società a responsabilità limitata e criteri redazionali*, in *Giur. comm.*, 2017, pp. 639 ss.; BUSANI, *Massime notarili e orientamenti professionali drag along (diritto di pretendere la co-vendita)*, in *Società*, 2017, pp. 1162 ss.; BOTTI, *Clausola di "co-vendita forzata" e "drag-along"*, in *Giur. comm.*, 2016, pp. 905 ss.; SANFILIPPO, *I patti parasociali. Per una riflessione sulle tecniche di controllo*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, a cura di Di Cataldo, Meli e Pennisi, Milano, 2015, I, pp. 631 ss.; SANGIOVANNI, *Le pattuizioni di co-vendita quali limiti alla circolazione di azioni e quote*, in *Notariato*, 2013, pp. 695 ss.; FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di drag along*, in *Giur. comm.*, 2009, pp. 1034 ss. Con riferimento alla s.r.l., v. SPOLIDORO, *La contrattazione delle condizioni di introduzione, nello statuto della società a responsabilità limitata, delle clausole che comportano il disinvestimento della partecipazione dei soci*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, pp. 92 ss.

che lo statuto o l'atto costitutivo dell'emittente abbia al proprio interno una clausola che riconosca il diritto potestativo di co-vendita per un tempo non inferiore a tre anni dalla conclusione dell'offerta (lett. a)). Non si può parlare di una reale tipizzazione – è battezzata da una fonte secondaria – ma meglio di una “presa di coscienza” dell'esistenza e dell'opportunità operativa nella scena delle PMI: garantire la *way out* del socio investitore *retail* a condizioni favorevoli. In particolare, il Regolamento impone la *sedes materiae* della clausola: l'atto costitutivo o lo statuto. Infatti, nella prassi, ove ricorrano, sono inseriti sia all'interno degli atti sociali quanto nei patti parasociali.

Nota è la differenza che intercorre tra la dimensione sociale e parasociale, soprattutto sul profilo dell'efficacia <sup>138</sup>. Stante la disposizione regolamentare, nulla nega che una clausola di accodamento sia anche all'interno di un patto parasociale di una emittente PMI, ma *deve* essere presente all'interno degli atti sociali: si riconosce una situazione soggettiva di diritto alla generalità degli investitori, e non già ai soli paciscenti del patto parasociale, la quale non è derogabile dalla discrezionalità delle parti. In ogni caso, rimangono clausole atipiche <sup>139</sup>, con implicazioni sulla disciplina giuridica da applicare. Data la molteplicità dei possibili contenuti <sup>140</sup>, è l'interpretazione dell'effettivo tenore della clausola sociale o parasociale di *tag along* che guida alla sussunzione in un istituto tipico del codice civile. Fermando l'attenzione sulla clausola di *tag along* inserita sul piano degli atti sociali – caso di interesse – dottrina tende ad accostarla alla figura nominata della promessa del fatto del terzo, art. 1381 c.c. <sup>141</sup>, il quale al meglio risponde alla formula di sintesi “se vendo le mie azioni, ti prometto di fare acquistare dal terzo compratore, alle stesse condizioni, anche le tue azioni” <sup>142</sup>:

---

<sup>138</sup> Per un'ampia analisi delle differenze, v. PIANTELLI, *La distinzione dei patti parasociali dai patti sociali nella società di capitali*, in *Contr. e impr.*, 2013, pp. 771 ss.

<sup>139</sup> SANFILIPPO, *Il controllo di meritevolezza sugli statuti di società*, in *Giur. comm.*, 2015, pp. 159 ss.

<sup>140</sup> Parla di natura giuridica a “geometria variabile”, DI BITONTO, *Diritto statutario di covendita (“tag-along”) collegato al cambio di controllo e vendita della nuda proprietà di azioni*, in *Società*, 2013, pp. 773 ss., in nota ad App. Milano, Sez. I, 27 settembre 2012.

<sup>141</sup> *Contra*, DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinarsi (tag e drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, pp. 65 ss.

<sup>142</sup> Per diverse ed ulteriori possibili ricostruzioni giuridiche, tra le quali, per citarne una, in termini di contratto preliminare di compravendita con un'obbligazione unilaterale di comprare assunta per sé o per persona da nominare sospensivamente condizionato dall'acquisto da parte del terzo, D'ALESSANDRO, *Patti di “co-vendita”*, cit., pp. 20373 ss. V. altresì. M. PASSARELLI, *Socio di*

«qualora l’acquisto “cumulativo” non si realizzasse, il soggetto attivo – beneficiario della promessa, l’investitore retail – godrebbe della tutela meramente obbligatoria di tipo indennitario nei confronti del soggetto passivo – promittente, socio con partecipazione di controllo – ma non godrebbe, né di una tutela reale di tipo invalidatorio (ovvero impeditivo o eliminativo dell’efficacia) del contratto di cessione della sola partecipazione azionaria del soggetto passivo, né di una tutela obbligatoria di tipo risarcitorio nei confronti del terzo acquirente, appunto, soggetto terzo nella vicenda»<sup>143</sup>. Il limite di una ricostruzione in chiave prettamente civilistica è sia funzionale quanto sistematico, perché non spiega cosa accadrebbe nell’evenienza in cui il soggetto terzo voglia acquistare le sole partecipazioni del socio di maggioranza, non essendo prescritto in capo a costui un obbligo all’acquisto anche delle partecipazioni possedute dai soci di minoranza. Nel caso delle PMI, degli investitori *retail*. Ebbene è suggerita l’opportunità della rilettura attraverso le maglie del diritto societario: la clausola in esame è un limite alla circolazione delle partecipazioni che può trovare il proprio referente normativo nell’art. 2355 *-bis* c.c. Pescindendo dal limite di durata previsto dalla norma in ultimo citata, si deve considerare la fattispecie dal lato dell’efficacia, ovvero dell’opponibilità nei confronti dei terzi. Ne consegue che il contratto di cessione di partecipazioni in violazione della clausola statutaria di *tag along*, per quanto valido per le parti contraenti, non è opponibile alla società e alla restante compagine sociale, impedendo al terzo di esercitare i diritti sociali e di essere iscritto all’interno del libro dei soci<sup>144</sup>.

In conclusione di paragrafo, perplessità possono cennarsi sulla conciliabilità della disciplina di diritto comune con la fattispecie delle nuove quote di s.r.l. standardizzate rispetto al potere dell’autonomia statutaria di escludere *totalmente* il trasferimento delle quote<sup>145</sup>. Prendiamo appunto in conto l’ipotesi patologica

---

*minoranza: padrone della propria partecipazione o socio in balia del “trascinatore”? Analisi delle clausole di “tag, drag e bring along”, in Riv. notarile, 2013, 65 ss.*

<sup>143</sup> DI BITONTO, *Diritto statutario*, cit., pp. 773 ss. Il corsivo nel testo è aggiunto.

<sup>144</sup> DI BITONTO, *Diritto statutario*, cit., pp. 773 ss. V. altresì, DEL LINZ, *L’introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, in *Giur. comm.*, 2012, pp. 1072 ss.

<sup>145</sup> Previsione che se inserita nel testo di uno statuto di s.p.a. sarebbe tacciata di nullità: DE ANGELIS, *La s.r.l. cent’anni dopo: una società à la carte*, in *Le società*, 2018, pp. 684 ss. Nello stesso saggio, l’A. scrive: «Ma, a questo punto, in una bulimia di *deregulation*, non si sa davvero fin dove l’attuale trend “capitalistipeto” potrà portare. Non può escludersi che esso possa tendere

della presenza di una clausola che imponga l'intrasferibilità di una quota standardizzata di s.r.l. La fattispecie tipologica delle quote standardizzate e categorizzate è pensata nell'ottica della circolazione e della pronta raccolta di risorse finanziarie, talché una clausola impeditiva *tout court* il trasferimento delle quote suddette, seppur legittima, entra in collisione con la filosofia dell'intera riforma promossa dal d.l. n. 179/2012. La questione, letta in un'ottica di sistema, è superabile nel parallelismo con la disciplina delle azioni. Ivi, il legislatore consente di vietare statutariamente la circolazione delle azioni per un termine massimo di cinque anni dalla costituzione della s.p.a. ovvero dall'introduzione della relativa clausola. Di contro, nella disciplina comune delle s.r.l., l'intrasferibilità può essere potenzialmente a "tempo indeterminato", ma la previsione statutaria è temperata dalla facoltà del socio di esercitare il diritto di recesso, diritto che può essere limitato dall'autonomia privata dei soci nel massimo di due anni <sup>146</sup>. Un pari diritto, tornando alle s.p.a., non è previsto tra le cause tipiche di recesso dalla società, o meglio non è indistintamente conferito a tutti i soci, ma spetta solo a coloro i quali non abbiano concorso alla deliberazione che ha introdotto un vincolo alla circolazione delle azioni <sup>147</sup>. Nonostante l'attuale familiarità tra la fattispecie azionaria e le moderne quote di s.r.l. standardizzate, la differenza sul profilo segnalato si giustifica, se interpretata alla luce dei principi generali del diritto. Secondo il principio di ragionevolezza *ex art. 3 Cost.*, se vi è identità di situazioni (le quote standardizzate rispondono ad una *ratio* di investimento) manca per le PMI costituite in forma di s.r.l. la stessa rigidità corporativa delle s.p.a. e la piena praticabilità della normativa dei mercati finanziari, anche per l'assenza – formale – di un mercato secondario in cui poter rinegoziare le quote sottoscritte. Inoltre, si associano il principio della libertà di iniziativa economica e di utilità sociale *ex art. 41 Cost.* in combinato con il

---

ad una finanziarizzazione spinta del modello s.r.l.: ossia, traendo spunto dalla diffusa dematerializzazione dei titoli azionari, non apparirebbe più così assurdo o così improbabile, ipotizzare che un giorno vengano a calcare la scena del mercato finanziario anche delle s.r.l. quotate in qualche segmento del medesimo, come già accaduto per le cooperative».

<sup>146</sup> Con riferimento all'intrasferibilità assoluta, Cagnasso è dell'opinione che un termine massimo di due anni appaia troppo circoscritto rispetto all'esigenza di tutelare l'immodificabilità della compagine sociale. O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Tratt. dir. comm.*, diretto da Cottino, Padova, 2007, vol. V, tomo I, p. 147.

<sup>147</sup> Art. 2437, co. 2, lett. b), c.c. In dottrina, v. DE ANGELIS, *Il diritto di recesso*, in *Diritto commerciale*, a cura di De Angelis, Milano, 2017, 1, 460 ss.

principio della tutela del risparmio *ex art. 47 Cost.* – il risparmio unitamente all’esercizio del credito rappresenta uno dei principali fattori di equilibrio del mercato, oltre che essere strumentale alla distribuzione della ricchezza <sup>148</sup> – sulla stima che l’utenza privilegiata dall’*equity crowdfunding* siano i piccoli risparmiatori.

### **3.3 La disciplina del *self placement*.**

*«Nelle PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata, il divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni stabilito dall’articolo 2474 del codice civile non trova applicazione qualora l’operazione sia compiuta in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l’assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell’organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali.*

*L’atto costitutivo delle società di cui all’articolo 25, comma 2, e degli incubatori certificati di cui all’articolo 25 comma 5 può altresì prevedere, a seguito dell’apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, l’emissione di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli articoli 2479 e 2479-bis del codice civile.»* (art. 26, co. 6 e 7, d.l. 179/2012).

I commi concernono esclusivamente la PMI in forma di s.r.l., dato che rimane valida la disposizione dell’art. 2346, co. 6, c.c., nel caso siano costituite in forma di s.p.a. <sup>149</sup>. La norma del codice, da ultimo citata, tratta dell’emissione degli strumenti finanziari partecipativi dotati di diritti patrimoniali e/o amministrativi a fronte di apporti, anche di opera e servizi, non imputabili al capitale sociale prestati dai soci e dai terzi. Dunque, si presentano come un espediente per la patrimonializzazione della società dalla natura ibrida, intermedia al binomio capitale di credito – capitale di rischio: la disciplina mima quella delle obbligazioni, ma non porta a vestire il ruolo di azionista, nonostante la titolarità di

---

<sup>148</sup> In conferma, l’art. 117, co. 2, lett. e), Cost. abbina la tutela del risparmio e dei mercati finanziari, tra le materie che ricadono nella sfera della legislazione esclusiva dello Stato.

<sup>149</sup> Sul ruolo dello statuto nella relazione tra l’art. 2346, co. 6 e l’art. 2349 c.c., “Azioni e strumenti finanziari a favore dei prestatori di lavoro”. V., DACCÒ, *Il ruolo dei soci nelle decisioni relative alla struttura finanziaria dell’impresa*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, pp. 312 ss.

taluni diritti. Nasce nella prassi societaria proiettata alle esigenze finanziarie e, nel tempo, è stato piegato all'interno di piani di incentivazione e di remunerazione dei prestatori di lavoro<sup>150</sup>. Si sono diffuse così le c.d. *stock options*<sup>151</sup>. L'istituto comporta l'assegnazione di partecipazioni azionarie della società ai dipendenti, collaboratori e membri degli organi amministrativi, la quale si realizza attraverso un'operazione di aumento a pagamento del capitale sociale<sup>152</sup>, con esclusione o limitazione del diritto di opzione, e verso il pagamento di un prezzo predeterminato (c.d. *strike price*, prezzo di esercizio), entro un lasso di tempo determinato (c.d. *vesting period*, data di maturazione)<sup>153</sup>. L'esercizio dell'opzione di sottoscrizione delle azioni diventa conveniente se, maturato il periodo prefissato<sup>154</sup>, il prezzo di mercato delle azioni sia maggiore rispetto al prezzo di esercizio<sup>155</sup>. Al contempo si sono diffusi anche i c.d. sistemi di *work for equity*, misure integrative degli emolumenti di lavoro per i collaboratori esterni.

---

<sup>150</sup> Cfr. art. 2349, co. 2, c.c.

<sup>151</sup> Considera le *stock options* come una forma di "democrazia economica", BIAGI, *La partecipazione azionaria dei dipendenti tra intervento legislativo e autonomia collettiva*, in *Scritti in memoria di Massimo D'Antona*, Milano, 2004, vol. I, tomo I, p. 345.

<sup>152</sup> Cfr. art. 2441, co. 5, 6 e 8, c.c.

<sup>153</sup> Nella prassi societaria britannica, «tra gli strumenti di incentivazione, in linea generale, si distingue quindi fra piani di: I. *Stock option*: si tratta di "piani" nei quali al dipendente vengono assegnate opzioni a sottoscrivere o ad acquistare in futuro azioni della società ad un prezzo predeterminato; II. *Stock grant*: si tratta di "piani" che prevedono l'assegnazione gratuita dei titoli al verificarsi di determinate condizioni; III. *Stock purchase*: si tratta di "piani" che consentono al dipendente di acquistare immediatamente le azioni a condizioni di favore. All'interno di queste tipologie si hanno poi ulteriori sotto-ripartizioni: in particolare si distinguono i "piani" a seconda che la maturazione dell'opzione o l'assegnazione dei titoli siano soggette o meno al raggiungimento di determinati obiettivi, che, volta a volta, potranno essere *goals* aziendali o risultati personali del dipendente (*performance shares plans*). In altre situazioni, infatti, si pone quale unica condizione al dipendente il mantenimento del suo ruolo all'interno della società. Accanto poi ai "piani" basati sulle azioni, vi sono "piani" di incentivazione che, pur basandosi sull'andamento del titolo, non prevedono l'attribuzione di azioni o di opzioni: così, ad esempio, i *phantom stock plans*, sono "piani" in base ai quali il dipendente riceve un premio basato sull'andamento del titolo». L'opzione potrà essere esercitata in un'unica scadenza, e allora parleremo di *cliff vest*; mentre se l'opzione è esercitata gradualmente nel tempo, si parlerà di *gradually vest*. Cfr. BUSANI, *I "piani" di incentivazione dei dipendenti ("stock options plans")*, in *Notariato*, 2001, pp. 498 ss

<sup>154</sup> La letteratura giuridico-economica distingue le opzioni c.d. americane da quelle denominate "europee": le prime permettono di esercitare il relativo diritto di sottoscrizione in ogni tempo del contratto; le seconde invece subordinano l'esercizio alla maturazione della scadenza portata dal contratto. Cfr. CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, Milano, 2005, p. 33 ss.

<sup>155</sup> Cfr. CONSOB, *Comunicazione del 4 maggio 2016, n. 0040628*, oggetto: "Engineering Ingegneria Informatica S.p.a. – Offerta pubblica di acquisto obbligatoria ai sensi degli articoli 102, 106, comma 1 e 109, del d. lgs. n. 58/1998 – Quesito concernente la determinazione del prezzo corrispettivo da offrire ai sensi degli articoli 106, commi 2 e 3, lett. d), nn. 1 e 2, del d.lgs. n. 58/98, disponibile all'indirizzo

La società considera, pertanto, i lavoratori come una nuova fonte di finanziamento<sup>156</sup>, ed è proprio il rapporto di lavoro che colora di specialità gli istituti *de quibus*. I meriti sono molteplici. Consentono di alleggerire i costi d'impresa rispetto ai crediti da lavoro; in egual tempo, consentono di avvalersi di figure professionali specializzate, e dunque investire nelle risorse umane con un minor peso sul bilancio d'impresa. Dette misure incentivano e fidelizzano i collaboratori, coinvolti nel rischio di impresa, i quali lavoreranno nella prospettiva di massimizzare gli utili d'impresa e raggiungere gli obiettivi sociali.

La partecipazione dei dipendenti al rischio e ai profitti di impresa ha il suo sostrato costituzionale nell'art. 46, laddove afferma che «ai fini della elevazione economica e sociale del lavoro [...] la Repubblica riconosce il diritto dei lavoratori a collaborare [...] alla gestione delle aziende». La norma deve essere letta congiuntamente con il successivo art. 47 Cost., il quale promuove, nel rispetto del superiore principio della tutela del risparmio, la diffusione dell'azionariato popolare<sup>157</sup>. A livello codicistico, l'istituto ha plurimi appigli. Un primo riscontro è nell'art. 2099, co. 3, c.c., “*Retribuzione*”, ai sensi del quale è ammesso che il lavoratore sia retribuito in tutto o in parte con la partecipazione agli utili dell'impresa. Dal profilo contrattuale muovendo a quello prettamente societario, le norme da menzionare sono gli articoli 2349, “*Azioni e strumenti finanziari a favore dei dipendenti*”, e 2441, “*Diritto di opzione*”<sup>158</sup>, c.c. Precipuamente destinataria è la figura degli amministratori. In proposito, si menziona l'art. 2389, co. 2, c.c. il quale tra gli emolumenti da corrispondere può essere previsto il diritto alla sottoscrizione di azioni di nuova emissione<sup>159</sup>.

---

<http://www.consob.it/documents/46180/46181/c0040628.pdf/fb80ed20-7b14-4717-bb7b-913885616358>.

<sup>156</sup> TROIANO e VANETTI, *Azionariato ai dipendenti e «stock options»: le soluzioni offerte dal diritto delle società*, in *Società*, 2000, pp. 819 ss.

<sup>157</sup> CORSINI, *La partecipazione dei dipendenti ai profitti dell'impresa*, in *Fisco*, 1999, pp. 40 e ss. Secondo l'A. la comune base costituzionale permette di avvicinare i regimi della s.p.a. e della s.r.l.: la possibilità di predisporre piani di *stock options* tramite i quali offrire ai dipendenti quote di partecipazioni privilegiate negli utili, consente similmente alle s.p.a. di creare categorie speciali di quote, nelle specie privilegiate sul piano dei diritti patrimoniali.

<sup>158</sup> CIAMPAGLIA, *Le implicazioni organizzative e gli aspetti normativi e civilistici dei piani di stock options*, in *Impresa*, 2007, pp. 6 ss.

<sup>159</sup> «È una norma eccessivamente “scarna”, in quanto si limita a riconoscere la liceità dell'attribuzione di *stock options* a titolo di compenso, senza dettare una specifica disciplina del procedimento di realizzazione del piano, del relativo regime informativo; e senza neppure – con

Inizialmente mancava una regolamentazione del fenomeno delle *stock options*, il quale è invalso nella prassi societaria, specie quotata, tramite *best practices* e codici di autodisciplina <sup>160</sup>. Ma per gli inevitabili riflessi su valori protetti dalla legislazione di mercato, sul lato dell'informazione, sul rischio di diluizione del capitale e sulla tutela del risparmio, non poteva rimanere indifferente agli addetti ai lavori <sup>161</sup>.

L'offerta in sottoscrizione di partecipazioni ai dipendenti ricalca i termini di una raccolta privata del risparmio presso il pubblico, ma non risponde alla natura della sollecitazione all'investimento: se condiviso è l'oggetto, la divergenza è sul concetto di pubblico. Nel caso dell'azionariato ai dipendenti non si può discorrere di una platea indifferenziata di soggetti, anche se circoscritta per categoria, ma i piani si rivolgono ad intelligenze individuate, potendo essere addirittura *ad personam*.

Con l'art. 100 t.u.f., il legislatore definisce i casi di inapplicabilità della normativa sulla sollecitazione all'investimento, ossia ipotesi, che seppur rispondano ai termini dell'istituto *de quo*, per particolari esigenze ne sono esenti. Nello stesso testo, il legislatore affida delega alla Consob di prevedere a livello regolamentare ulteriori casi di inapplicabilità totale e parziale della legislazione di interesse.

---

ciò probabilmente perdendo un'occasione preziosa – porre dei limiti circa le caratteristiche che il piano potrebbe, in concreto, legittimamente assumere»: ZANARDO, *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione dell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2006, p. 738. Particolarmente critico si mostra Pisani Massamormile: «una norma, ma nata vecchia (perché si risolve in una ricognizione di ciò che la prassi già da tempo aveva elaborato), monca (perché il suo incerto perimetro letterale non riesce a comprendere, ma neppure a vietare, tutte le tecniche alternative che la prassi ha elaborato), reticente (perché non si interessa dei molti problemi e di alcuni inconvenienti “ontologici” di queste tecniche alternative, lasciando la sensazione che tutto sia consentito e così aggravando le difficoltà dell'interprete). Anche questa norma, in definitiva, si astiene dal prendere posizione sulle cose, come molte altre nascondendo, dietro l'ossequio all'autonomia privata, l'idea di fondo – che molti mali ha prodotto, produce e produrrà – che libero mercato significhi mercato senza regole, anziché mercato dotato di regole che assicurino l'effettiva libertà di tutti gli operatori». PISANI MASSAMORMILE A., *Sub art. 2389 c.c.*, in *Commentario del codice civile*, diretto da Gabrielli, Milano, 2015, 259 ss., in part. pp. 260 – 261.

<sup>160</sup> ZANARDO, *I piani*, cit., pp. 738 ss. Saggio a cui si rinvia per un miglior approfondimento sul tema.

<sup>161</sup> In generale, RORDORF, “Stock options” ed informazione del mercato, in *Società*, 2001, pp. 147 ss.



L'autorità di mercato ha dato attuazione alla delega con il Reg. 11971/1999, noto come Regolamento Emittenti, e nello specifico l'art. 34 *-ter*, che nell'arricchire l'elenco dei casi di inapplicabilità, contempla espressamente le *stock options* <sup>162</sup>.

In seguito, la legge sulla tutela del risparmio, l. 262/2005, ha introdotto nella struttura del t.u.f. l'art. 114 *-bis*, rubricato "*Informazione al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori*" <sup>163</sup>, che regola, a livello di fonte di rango primario, i profili informativi, di contenuto e procedurali da osservare al fine della promulgazione di piani di incentivazione per la sottoscrizione di strumenti finanziari in favore dei dipendenti e dei collaboratori. È stata data successiva attuazione alla norma, come delegato, ai sensi del comma 3 del precitato articolo mediante l'inserimento

---

<sup>162</sup> Al momento della promulgazione del Regolamento Emittenti, i casi di inapplicabilità del regime del prospetto informativo erano previsti dal testo dell'art. 33. Nel testo ad oggi vigente, l'art 34 *-ter* si occupa della sottoscrizione avente «a oggetto strumenti finanziari offerti, assegnati o da assegnare ad amministratori o *ex* amministratori o dipendenti o *ex* dipendenti o consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede da parte del loro datore di lavoro o dell'impresa controllante, di un'impresa controllata, collegata o sottoposta a comune controllo con sede principale o legale in uno Stato non appartenente all'Unione europea» specificatamente al comma 1, lett. m), m *-bis*), m *-ter*), n) e al comma 2.

<sup>163</sup> L'articolo è stato inserito dall'art. 16 della l. 28 dicembre 2005, n. 262, e poi così modificato dall'art. 3 del d.lgs. del 29 dicembre 2006, n. 303, e recita quanto segue: «i piani di compensi basati su strumenti finanziari a favore di componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori non legati alla società da rapporti di lavoro subordinato, ovvero di componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori di altre società controllanti o controllate sono approvati dall'assemblea ordinaria dei soci. Nei termini e con le modalità previsti dall'articolo 125 *-ter*, comma 1, l'emittente mette a disposizione del pubblico la relazione con le informazioni concernenti: a) le ragioni che motivano l'adozione del piano; b) i componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione della società, delle controllanti o controllate, che beneficiano del piano; b *-bis*) le categorie di dipendenti o di collaboratori della società e delle società controllanti o controllate della società, che beneficiano del piano; c) le modalità e le clausole di attuazione del piano, specificando se la sua attuazione è subordinata al verificarsi di condizioni e, in particolare, al conseguimento di risultati determinati; d) l'eventuale sostegno del piano da parte del Fondo speciale per l'incentivazione della partecipazione dei lavoratori nelle imprese, di cui all'articolo 4, comma 112, della legge 24 dicembre 2003, n. 350; e) le modalità per la determinazione dei prezzi o dei criteri per la determinazione dei prezzi per la sottoscrizione o per l'acquisto delle azioni; f) i vincoli di disponibilità gravanti sulle azioni ovvero sui diritti di opzione attribuiti, con particolare riferimento ai termini entro i quali sia consentito o vietato il successivo trasferimento alla stessa società o a terzi. Le disposizioni del presente articolo si applicano agli emittenti quotati e agli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'articolo 116673. La Consob definisce con proprio regolamento le informazioni, relative agli elementi indicati nel comma 1, che devono essere fornite in relazione alle varie modalità di realizzazione del piano, prevedendo informazioni più dettagliate per piani di particolare rilevanza».

dell'art. 84 -bis, rubricato “*Informazioni sull’attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori*”<sup>164</sup>, nel Reg. Emittenti<sup>165</sup>.

---

<sup>164</sup> Il testo dell’articolo prevede che: «gli emittenti strumenti finanziari aventi sede legale in Italia mettono a disposizione del pubblico un documento informativo redatto in conformità all’Allegato 3A, entro il termine di pubblicazione dell’avviso di convocazione dell’assemblea convocata per deliberare sui piani di compensi previsti dall’articolo 114 -bis del Testo unico e con le seguenti modalità: a) messa a disposizione presso la sede sociale; b) pubblicazione sul proprio sito internet, per un periodo di tempo pari alla durata dei piani; c) le altre modalità indicate dagli articoli 65 -quinquies, 65 -sexies e 65 -septies. Si applica l’articolo 65 -bis, comma 2412. Ai fini dell’applicazione del presente articolo e dell’Allegato 3A, Schema 7, per piani di particolare rilevanza di cui all’articolo 114 -bis, comma 3 del Testo unico si intendono quelli riguardanti gli emittenti azioni, che prevedono tra i beneficiari: a) i componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, i direttori generali e gli altri dirigenti con responsabilità strategiche dell’emittente azioni; b) i componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione delle società controllate dall’emittente azioni; c) i componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione delle società controllanti l’emittente azioni; d) le persone fisiche controllanti l’emittente azioni, che siano dipendenti dell’emittente o collaboratori non legati allo stesso da rapporti di lavoro subordinato. Qualora le deliberazioni con le quali l’organo competente degli emittenti indicati dal comma 1 sottopone all’approvazione dell’assemblea i piani di compensi siano soggette agli obblighi di comunicazione previsti dall’articolo 17 del regolamento (UE) n. 596/2014, nel comunicato da diffondere al pubblico con le modalità indicate dagli articoli 65 -quinquies, 65 -sexies e 65 -septies, sono contenute, in aggiunta alle altre informazioni da pubblicarsi ai sensi della predetta norma, almeno le seguenti informazioni: a) la descrizione dei soggetti destinatari nella forma prevista nell’Allegato 3A, Schema 7, paragrafo 1; b) gli elementi essenziali relativi alle caratteristiche degli strumenti finanziari su cui si basano i piani di compensi, indicate nell’Allegato 3A, Schema 7, paragrafo 4; c) una sintetica descrizione delle ragioni che motivano i piani. La disposizione di cui al comma 3 si applica agli emittenti azioni relativamente ai piani di compensi basati su strumenti finanziari, deliberati dalle società controllate a favore dei componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, nelle medesime società controllate ovvero in altre società controllanti o controllate. Gli emittenti strumenti finanziari aventi sede legale in Italia informano il pubblico: a) delle decisioni dell’organo competente inerenti all’attuazione dei piani di compensi basati su strumenti finanziari già approvati dall’assemblea dei medesimi emittenti; b) degli adeguamenti intervenuti a seguito di operazioni straordinarie sul capitale e di altre operazioni che comportano la variazione del numero degli strumenti finanziari sottostanti le opzioni, indicati nell’Allegato 3A, Schema 7, paragrafo 4.23; entro la data di pubblicazione della relazione sulla remunerazione, prevista dall’articolo 123 -ter del Testo unico, successiva agli intervenuti decisioni e adeguamenti indicati alle lettere a) e b), riportando le informazioni di cui all’Allegato 3A, Schema 7, per le relative materie e la tabella n. 1 prevista nel paragrafo 4.24 dell’Allegato 3A, Schema 7, compilata sulla base dei criteri ivi indicati, ovvero mediante rinvio a quanto pubblicato ai sensi dell’articolo 84 -quater. Gli emittenti azioni forniscono senza indugio e con le modalità indicate dagli articoli 65 -quinquies, 65 -sexies e 65 -septies le informazioni previste nel comma 5, lettere a) e b), riguardanti i piani di compensi deliberati dalle società controllate, già comunicati ai sensi del comma 4».

<sup>165</sup> L’articolo è stato inserito con la delibera del 3 maggio 2007, n. 15915, e poi modificato successivamente per effetto delle delibere dell’1 aprile 2009, n. 16850, del 14 dicembre 2010, n. 17592, del 23 dicembre 2011, n. 18049, del 9 maggio 2012, n. 18214, del 10 aprile 2013, n. 18523 e del 22 marzo 2017, n. 19925. L’introduzione, come è *modus procedendi* dell’Autorità di vigilanza è stata anteceduta da consultazione: Cfr. CONSOB, *Disciplina attuativa dell’articolo 114 -bis del t.u.f. introdotto dalla legge n. 262/2005 su informazione al mercato in materia di attribuzione di piani di compensi basati su strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori*, Documenti di consultazione 23 febbraio 2007, disponibile all’indirizzo <http://www.consob.it/web/area->

La disciplina rimane comunque confinata alle sole società quotate nei mercati regolamentati.

Sin dall'esordio della riforma del diritto societario, l'art. 2474 c.c.<sup>166</sup> rappresentava un ostacolo invincibile alla previsione di un istituto di tal fatta nell'area della s.r.l. Il divieto delle operazioni sulle proprie partecipazioni si spiegava in termini di coerenza sistematica con l'indole personale del tipo<sup>167</sup>. Le ragioni si riscontrano nell'espressa negazione del diritto di voto, contrario al canone della rilevanza centrale del socio, e dalla impossibilità di rappresentare le quote in azioni, *rectius* in titoli atti alla circolazione.

L'estensione della disciplina del *self placement*, anche nell'area della s.r.l., ha una scontata dirompenza.

La facoltà di effettuare operazioni sulle proprie partecipazioni, ai sensi del comma 6 dell'art. 26, è funzionale alla predisposizione dei piani di incentivazione a favore dei collaboratori e dei dipendenti. Come lumeggiato in dottrina, la deroga che apre alla possibilità di effettuare operazioni sulle proprie partecipazioni anche per le s.r.l. – sempre PMI – «esclude sia la possibilità di avvalersi dello strumento in un'ottica meramente finanziaria (art. 2357 c.c.) sia la legittimità dei casi speciali di acquisto elencati nell'art. 2357 -bis c.c. [...] e non limitarsi a prestare garanzie o ad accordare prestiti a mente dell'art. 2358 c.c.»<sup>168</sup>.

---

[pubblica/consultazioni/documenti/Regolamentazione/lavori\\_preparatori/consultazione\\_emittenti\\_2\\_0070223\\_2.htm](https://www.giustizia.it/giustizia/it/p1_0070223_2.htm).

<sup>166</sup> Nel testo previgente alla riforma del diritto societario, l'articolo disciplinava l'aspetto del valore nominale delle quote.

<sup>167</sup> La Relazione al codice civile del 1942 si pronunciava in questi termini: «vietare che la società possa speculare sulle partecipazioni dei propri soci o garantirsi con esse, quando l'acquisto di esse si risolverebbe in una prematura restituzione di capitale sociale» (cfr. Relazione al Re n. 1011 in G.U. del 4 aprile 1942, n. 79, ed. straord.). Il fondamento è nell'evitare che si dia luogo ad errate corrispondenze tra il capitale sociale ed il valore dei conferimenti, che di conseguenza si ripercuote in negativo sui creditori sociali, la società e i suoi soci, specie se di minoranza. Nel raffronto con la s.p.a., parte della dottrina aveva spiegato il divieto secondo il principio della confusione: la mancata incorporazione all'interno di titoli per le partecipazioni della s.r.l. sarebbe causa dell'estinzione del rapporto obbligatorio per confusione, *ex art. 1253 c.c.* In tal senso, v. G. SANTINI, *Della società*, cit., 179 ss. Orientamento maggioritario, invece, basa le ragioni del divieto sulla posizione del socio e la sua rilevanza. In tal senso attuali rimangono le parole di DI RIENZO, *Il divieto di operazioni sulle proprie quote nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 1992, pp. 174 ss. Per una migliore analisi e maggiori riferimenti bibliografici si rimanda a CAPOTI, *Sub art. 2474 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, cit., pp. 550 ss. V. altresì, ZANARONE, *Della società*, cit., pp. 886 ss.

<sup>168</sup> MALTONI, *La Srl start-up innovativa*, cit.

Il parallelo con la disciplina delle operazioni sulle proprie azioni, comporta che ne siano declinati anche i relativi limiti. Dunque, il valore complessivo delle quote proprie, che possono essere offerte in sottoscrizione tramite piani di incentivazione, non può eccedere il totale degli utili distribuibili e delle riserve disponibili in base all'ultimo bilancio regolarmente approvato <sup>169</sup>. Nel caso la PMI decida di ricorrere al mercato del capitale di rischio tramite offerta sui portali, trova altresì applicazione il limite del quinto del capitale sociale per il valore nominale delle azioni, se ad essere offerte siano quote di s.r.l. standardizzate per le quali vale l'estensione del concetto del valore nominale, proprio della partecipazione azionaria <sup>170</sup>. Per effetto dell'estensione della disciplina delle azioni proprie, l'operazione di *self placement* nell'ambito di una PMI s.r.l. richiede l'iscrizione di una posta rettificativa <sup>171</sup>. Infatti, l'art. 2357 -ter, co. 3, c.c. prevede una riduzione del patrimonio netto mediante l'iscrizione di una riserva nel passivo del bilancio, c.d. "Riserva Negativa di Azioni Proprie" (RNAP) <sup>172</sup>, per un importo pari alle c.d. "Riserve Utilizzate", ossia gli utili e le riserve disponibili utilizzati per l'acquisto delle azioni proprie. L'ammontare del capitale sociale resta invariato, ma si crea un vincolo di indisponibilità sui valori iscritti nella RNAP, in qualità di «posta meramente rettificativa», i quali non possono essere utilizzati al fine di «(i) distribuire dividendi ai soci; (ii) aumentare il capitale sociale a titolo gratuito; (iii) acquistare altre azioni proprie; (iv) coprire eventuali perdite; (v) calcolare il limite quantitativo di emissione di obbligazioni» <sup>173</sup>. Pensata nella prospettiva dei piani di incentivazione, l'applicazione analogica

---

<sup>169</sup> Cfr. art. 2357, co. 1, c.c.

<sup>170</sup> Cfr. art. 2357, co. 3, c.c.

<sup>171</sup> DE LUCA, *La riserva "negativa" per azioni proprie in portafoglio*, in *Soc.*, 2015, pp. 1061 ss.

<sup>172</sup> Cfr. art. 2424 -bis, co. 7, c.c.

<sup>173</sup> «Siffatta interpretazione, già sostenuta nei primi commenti della novella apportata dal d.lgs. 139/2015, è in linea con la norma della direttiva comunitaria che disciplina l'acquisto di azioni proprie (art. 24, comma 1, lett. b, direttiva 2012/30/UE, che ha sostituito la c.d. "Seconda Direttiva" in materia societaria). La direttiva impone infatti che "se tali azioni sono contabilizzate nell'attivo del bilancio" venga iscritta al passivo una "riserva indisponibile dello stesso importo". Il che lascia evidentemente liberi i legislatori nazionali di prevedere che le azioni proprie non siano iscritte all'attivo e che il loro acquisto comporti di conseguenza una riduzione del patrimonio netto contabile di importo pari alla riduzione dell'attivo derivante dall'acquisto medesimo (normalmente consistente nel prezzo di acquisto delle azioni proprie)»: cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 145, Riserva negativa azioni proprie: indisponibilità delle riserve disponibili utilizzate per l'acquisto* (artt. 2357 -ter, 2424 e 2424 -bis c.c.), disponibile all'indirizzo <https://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/145.aspx>, a cui si rinvia per riferimenti bibliografici.

della disciplina della riserva con segno negativo indisponibile risponde ad un *eadem ratio* che si ripete anche per le PMI s.r.l., ossia «l'interesse ad evitare fenomeni di annacquamento del capitale»<sup>174</sup>.

L'unico limite posto all'autonomia dei privati, competente a definire le disposizioni in ordine a «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»<sup>175</sup>, è rappresentato dal divieto di assegnare alle quote in offerta il diritto di voto nelle decisioni assembleari *ex art.* 2479 e 2479 -*bis*, c.c.<sup>176</sup>. Per assurdo, sembra un divieto aggirabile, perché non è impedito che le quote siano munite di un diritto di *voice* su specifici argomenti, come non è negato il diritto di informazione e controllo (art. 2476 c.c.). Limiti, invece, non sembrano posti rispetto ai diritti patrimoniali<sup>177</sup>: unico caso è il divieto di distribuzione degli utili, il quale vige tuttora per le *start-up*. Ma è una previsione a tiratura particolare.

Tanto detto, sembra che nella loro autonomia i soci possano assegnare quote convertibili ai destinatari di *stock options* e *work for equity*<sup>178</sup>, creando, ora per

---

<sup>174</sup> PATRONI GRIFFI U., *Le operazioni sulle proprie partecipazioni*, in *S.r.l. Commentario*, cit., pp. 514 ss., in part. pp. 515 – 517. L'A. è favorevole ad un'interpretazione non "rigorista" della norma: in forza di un'interpretazione sistematica il divieto posto dall'art. 2474 c.c. può essere relativizzato, a patto che non si incorra nel fenomeno dell'annacquamento del capitale. Dunque ammette la legittimità del «l'acquisto a titolo gratuito per donazione o successione di quote interamente liberate, l'acquisto che sia conseguenza dell'esecuzione di un'operazione di fusione e successivamente ad essa le partecipazioni vengano annullate o alienate a terzi, l'acquisto sia preordinato al successivo annullamento della partecipazione in esecuzione di una deliberazione di riduzione volontaria del capitale sociale. [...] Non confliggerebbe, inoltre, con il divieto di cui all'art. 2474 la vendita da parte della società di quote di proprietà dei soci nella forma della vendita di cosa altrui secondo la previsione dell'art. 1478 c.c.».

<sup>175</sup> FREGONARA, *Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle società a responsabilità limitata innovative "chiuse"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, p. 590 ss. Similmente, SALVATORE, *Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*, cit., pp. 38 ss.

<sup>176</sup> MALTONI, *La Srl start-up innovativa*, cit. L'A. sottolinea che non ha "alcun pregio" il richiamo all'art. 2479 -*bis* c.c., quale norma di natura procedimentale.

<sup>177</sup> Secondo un'opinione i diritti patrimoniali sono "il profilo da privilegiare": FREGONARA, *L'equity based crowdfunding*, cit., p. 2296.

<sup>178</sup> Le quote assegnate in *work for equity*, secondo la dottrina, devono essere garantite da apposita polizza assicurativa o fideiussione bancaria da parte dei soggetti destinatari, in quanto la previsione dell'art. 26, co. 7, d.l. 179/12 non deroga alla disciplina ordinaria, né tanto meno l'applicazione è stata esclusa dalle successive riforme e interpretazioni ministeriali. Anzi, "la scarsa bancabilità" dei collaboratori in regime di *work for equity* e la difficoltà di coprire il valore dell'emissione con le prestazioni di fideiussioni o polizze rappresenta un significativo ostacolo alla diffusione dell'istituto. Cfr. DI LORENZO, *Work for equity: tecnica redazionale*, in *Notariato*, 2017, pp. 198 ss.

allora, un'eventuale categoria di quote di partecipazione <sup>179</sup>. Si differenziano ancora di più le posizioni di diritto all'interno del contratto sociale: alla categoria classica dei soci fondatori, può affiancarsi la categoria dei soci investitori e ora anche la categoria dei soci dipendenti titolari di quote di partecipazione a titolo di remunerazione da lavoro.

In compenso, i collaboratori destinatari dei piani, con la sottoscrizione delle quote loro assegnate, sono premiati dall'irrelevanza sotto il profilo fiscale degli strumenti finanziari, *ex art 27 del Decreto Crescita bis* <sup>180</sup>.

Qualche dubbio si nutre sull'opportunità di estendere l'istituto delle *stock options*, tacciato tra le prime concause delle crisi finanziarie <sup>181</sup>, ad una realtà societaria che deve "farsi le ossa" come le PMI.

La pratica delle remunerazioni incentivanti prende corso soprattutto nel mondo delle società quotate per allineare gli interessi proprietari con le scelte gestorie dei *managers*. Il coinvolgimento diretto del *board* nel rischio d'impresa era pensato in funzione di evitare una gestione dissennata con la minaccia di un pregiudizio sulle aspettative di guadagno degli amministratori. L'effetto sortito è stato contrario <sup>182</sup>. Infatti, la ragion d'essere è insita all'interno delle partecipazioni azionarie offerte in sottoscrizione, e dunque influenzata dai livelli di redditività all'interno del

---

<sup>179</sup> GUIZZARDI, *L'impresa*, cit., p. 576, nt. 87.

<sup>180</sup> Nel merito si rinvia alla letteratura giuridico tributaria. *Ex Multis*, MOLINARO, *I piani azionari e il work for equity nelle start-up innovative e negli incubatori certificati*, in *Fisco*, 2017, pp. 1841 ss.; GUIDANTONI, *Gli strumenti finanziari emessi dalle start up innovative*, in *Fisco*, 2015, pp. 3652 ss.; ID., *Start up innovative: esigenze per la crescita*, in *Fisco*, 2014, pp. 1436 ss.

<sup>181</sup> Insieme ai *bonus*. «Nella prospettiva dell'indagine, per *bonus* s'intendono i premi in denaro corrisposti in funzione d'incentivazione. La misura del premio può essere legata al conseguimento di determinati obiettivi d'interesse degli azionisti, come ad esempio, un certo volume di fatturato o di vendite, oppure al prezzo di mercato delle azioni. Di regola, l'indicatore della performance è scelto in considerazione delle funzioni svolte dall'assegnatario. Così, rispetto al middle management, l'ammontare del premio è generalmente correlato vuoi ai risultati dell'attività produttiva vuoi ai risultati dell'attività di vendita o contabili. Mentre per quanto riguarda il *top management*, si suole fare riferimento al prezzo di mercato delle azioni della società»: CONFORTINI, *Stock option e bonus tra rischio d'impresa e rischio sistemico*, in *Contr. e impr.*, 2011, pp. 978 ss.

<sup>182</sup> «L'elemento maggiormente destabilizzante del sistema di governo societario americano è stata l'improvvisa modifica delle tecniche di remunerazione dei dirigenti nel corso degli anni '90. Nella misura in cui tali compensi sono stati correlati al capitale, anziché al reddito, è cresciuto enormemente l'incentivo, per i beneficiari di tali remunerazioni, di manipolare i profitti e di indurre i loro controllori ad acconsentire». Le parole del prof. John Coffee jr. sono una chiara prolusione dell'incidenza del fenomeno sul divampare della crisi, e sono riportate in esordio nel saggio di AMATUCCI, *I riflessi delle stock options sulle cause determinanti della crisi finanziaria*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, pp. 1547 ss., in part. nt. 1.

mercato. Al fine di non volatilizzare l'investimento, la tendenza messa in atto è stata di calibrare il grado di propensione al rischio su un intervallo di tempo di breve periodo, c.d. *short terminism*: rispetto ad un piano strutturato nella prospettiva del medio-lungo periodo, il guadagno è meno aleatorio e si è maggiormente immuni da ripercussioni negative. Le tecniche di remunerazione degli amministratori aprono ad una nuova dimensione della loro responsabilità sociale. Ben può accadere che per scopi egoistici, siano poste in essere condotte distorsive dell'informazione societaria – ad esempio, la rappresentazione fittizia dei risultati contabili, c.d. *earnings managment* – come falsare le prospettive di guadagno futuro, con l'intento di valorizzare la propria posizione all'interno della società<sup>183</sup>. Una possibile soluzione avanzata dalla dottrina è nella categoria delle c.d. *restricted options*<sup>184</sup>.

La differenza sostanziale tra le partecipazioni offerte ai collaboratori da una s.p.a. e da una PMI costituita in forma di s.r.l. permane nel divieto di rappresentare le quote di partecipazione in azioni, a cui è corollario la difficoltà della circolazione all'interno del mercato. Potrebbe ben avvalersi del sistema alternativo di circolazione delle quote, ex art. 100 -ter, co. 2 -bis, t.u.f., ma l'incerta definizione di un mercato delle quote di s.r.l. per le PMI, soprattutto secondario, fa emergere una differenza di secondo ordine: il diverso grado di influenza delle condotte egoistiche degli amministratori, destinatari di piani di *stock option*, sulla formazione dei prezzi all'interno del mercato<sup>185</sup>. Le azioni sono valori che vengono pesati dal mercato e dai suoi movimenti, e sono apprezzate secondo il criterio del *fair value*. Un riscontro diretto con il mercato non è possibile per le

---

<sup>183</sup> ZANARDO, *I piani*, cit.

<sup>184</sup> La proposta è di R. Romano e S. Bhagat. Si tratta di azioni che acquistate o sottoscritte da parte degli amministratori che possono essere rivendute solo dopo il decorso di un tempo prefissato – in via di prassi tra i due e i quattro anni – dal momento in cui il rapporto contrattuale con la società si è sciolto. Cfr. BHAGAT e ROMANO, *Reforming executive compensation: focusing and committing to the long-term*, in SSRN, 2009, disponibile all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=%201336978](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=%201336978).

<sup>185</sup> «Sia pure in modo non univoco, da un lato considerate potenziali mezzi con cui i top manager assumono compensi non appropriati e, dall'altro, possono costituire incentivo per gli stessi manager ad effettuare politiche gestionali non favorevoli alla generalità degli azionisti ovvero, addirittura abusi di tipo contabile e di mercato»: cfr. CONSOB, *Documento di consultazione sulla disciplina attuativa dell'art. 114 -bis del t.u.f.*, 23 febbraio 2007, 6, disponibile all'indirizzo [http://www.consob.it/documents/46180/46181/consultazione\\_emittenti\\_20070223\\_2.pdf/d094fb92-020a-499c-b071-9fdb471028d](http://www.consob.it/documents/46180/46181/consultazione_emittenti_20070223_2.pdf/d094fb92-020a-499c-b071-9fdb471028d).

quote di s.r.l. di una PMI. Semmai le quote offerte in sottoscrizione ai dipendenti sono realmente legate agli effetti positivi apportati dall'attività gestoria, ai traguardi aziendali prefissi e raggiunti. A differenza che nelle società quotate i piani di *stock options* – principalmente – nella dimensione della PMI costituita in forma di s.r.l. potrebbero effettivamente assolvere alla funzione per la quale erano stati congegnati.

#### **4. Possibile creazione di un mercato secondario per le quote di partecipazione di start-up e PMI costituite in forma di s.r.l.**

Le deroghe passate in rassegna sono l'emblema di uno sforzo legislativo rivoluzionario che rischia, però, di non essere portato a compimento. La possibilità di standardizzare e categorizzare le quote, la circolazione "dematerializzata" e il meccanismo del *self placement* mancano di misure che regolamentino espressamente la formazione di un mercato secondario destinato alle quote di PMI s.r.l. collocate tramite portali *on line*. È comprensibile la volontà del legislatore di non spingersi oltre, perché se le deroghe contemplate ricalcano il cammino di un'esperienza normativa in parte già vissuta dalla s.r.l. nella stagione antecedente al 1983, dare la stura alla formazione di un mercato secondario per la rivendita di quote si pone in aperto conflitto con il criterio di esistenza della s.r.l.: il divieto di sollecitazione all'investimento.

Storicamente il divieto a tecniche proprie delle azioni per le partecipazioni in s.r.l. ha trovato il suo razionale nel carattere personale che conforma il tipo, improntato al coinvolgimento diretto del socio nelle politiche societarie. Infatti sono illegittimi il frazionamento della quota in *quanta* di eguale valore e la cartolarizzazione delle quote. In misura maggiore però, è il rischio che l'autonomia negoziale dei soci si espliciti in termini abusivi, approfittando del potere consegnato nelle loro mani per l'organizzazione e il funzionamento del sistema-società, in pregiudizio degli interessi dei terzi. Il rischio di abusi, nella prospettiva del mercato, è percepito come fattore destabilizzante, e l'assenza di regole rigide e inderogabili non assicura congrue tutele ai soggetti investitori <sup>186</sup>.

---

<sup>186</sup> Per tutti, v. BIANCHI e FELLER, Sub *art. 2468 c.c.*, cit., pp. 310 ss.



Il *revirement* del 2012 scuote le fondamenta della s.r.l., ma lo statuto di diritto comune rimane saldo. Anche se, tra le righe delle norme introdotte nel sistema societario si possono captare elementi che fanno ragionare su un auspicabile mercato secondario.

Si parta dai riferimenti legali dell'*equity crowdfunding*. Non si può fare a meno di notare un disallineamento nelle categorie di diritto prese in considerazione. L'art. 2468, co. 1, c.c. e l'art. 26, co. 5, d.l. 179/2012 ricorrono al sintagma «offerta al pubblico di prodotti finanziari». L'art. 50 *-quinquies*, co. 2<sup>187</sup>, e 100 *-ter*, co. 1 e 2, adoperano, invece, l'espressione «strumenti finanziari rappresentativi di capitali». La nomenclatura di strumento finanziario è altresì ripetuta a livello regolamentare nell'art. 2, co. 1, lett. h), ove si legge che sono «strumenti finanziari: le azioni e le quote rappresentative del capitale sociale o degli OICR, oggetto delle offerte al pubblico condotte attraverso portali». Sembra che vi sia confusione tra categorie del diritto, tanto più che all'art. 100 *-ter*, co. 1 *-bis*, t.u.f.<sup>188</sup>, il legislatore ripropone nel testo dell'articolo la fattispecie di prodotto finanziario, confermando tale natura per le quote di PMI costituite in forma di s.r.l.

Il rapporto che lega la fattispecie tipologica di “prodotto finanziario” e di “strumento finanziario” è un rapporto di continenza, dove la prima è il più che contiene la seconda, che ne è il meno. Il prodotto finanziario è una forma di investimento, *genus* che non è esaurito dalla categoria degli strumenti finanziari (art. 1, co. 1, lett. u), t.u.f.); gli strumenti finanziari, di contro, sono indicati dal t.u.f. all'interno di una elencazione tassativa con aspirazioni di esaustività. La peculiarità di questa categoria è di coniugare al carattere di investimento il profilo

---

<sup>187</sup> Come lumeggiato dalla dottrina, la norma è l'appiglio normativo su cui fondare le premesse per un mercato secondario perché distingue l'ipotesi della sottoscrizione, tipica del mercato primario, e della compravendita, tipica del mercato secondario. La norma non sembra però allineata con il testo dell'art. 100 *-ter* t.u.f., che sin dal suo esordio, ha sempre limitato le offerte esclusivamente alla sottoscrizione. Dunque, la rivendita non potrebbe essere trainata dai soli portali ma in *tandem* con intermediari tradizionali. Cfr. GUACCERO, *La start up*, cit., pp. 712 e 717.

<sup>188</sup> «In deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione in piccole e medie imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali, nei limiti previsti dal presente decreto»: cfr. l'art. 100 *-ter*, co. 1 *-bis*, t.u.f., comma inserito dall'art. 4 del d.lgs. del 3 agosto 2017, n. 129.

della negoziabilità, anche come idoneità astratta, all'interno del mercato dei capitali <sup>189</sup>.

La partecipazione al capitale sociale di s.r.l. ha natura di prodotto finanziario – innegabile è la qualità di investimento – ma non è strumento finanziario, a differenza dell'azione. Infatti, l'incompatibilità, in linea generale, alla standardizzazione delle quote, al pari delle azioni, rende difficile concepirle sul piano valoriale ponderate sulla base delle leggi economiche che governano il mercato. In più, l'impossibilità di rappresentare le partecipazioni di s.r.l. in azioni è un significativo ostacolo alla circolazione all'interno del mercato.

Non rimane inosservato come, nel t.u.f. e nel Reg. Consob, riguardo agli aspetti di disciplina concernenti la s.r.l. nella prospettiva dell'*equity crowdfunding*, si discorra di “strumento finanziario” <sup>190</sup>. Le previsioni sono in linea con l'attuale facoltà di ammettere quote standardizzate. Dunque, le quote di partecipazione di PMI costituite in forma di s.r.l. possono essere pesate e possono essere comparate in un giudizio di opportunità sull'investimento. Fermo il divieto di incorporazione all'interno di titoli di credito, la legislazione sull'*equity crowdfunding* ha fatto breccia rispetto al divieto di sollecitazione all'investimento. Infatti, l'intera normativa fa esplicito riferimento alla sottoscrizione e alla vendita di quote, non facendo allusione alcuna alla possibilità di rivendere attraverso i portali. L'inesistenza di un mercato secondario è un fattore che potrebbe smorzare, sul piano economico, il ricorso alla sottoscrizione tramite portali, perché il valore

---

<sup>189</sup> ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., p. 87. L'A. si esprime in tali termini sul concetto di “negoziabilità”: «la nozione di negoziabilità, tuttavia, resta indefinita, e di non facile individuazione. È innanzitutto, da escludere che con tale nozione ci si intenda riferire all'idoneità del titolo ad essere negoziato su mercati borsistici ufficiali, o meglio, “regolamentati”: non soltanto, infatti, la norma non fa alcun riferimento alla circostanza che lo strumento sia ammesso a quotazione su di un mercato, o abbia i requisiti per ottenere tale ammissione, ma il riferimento corre alla più ampia nozione di “mercato dei capitali”, che include – ma non coincide con – i mercati regolamentati. Ne deriva, pertanto, che anche gli strumenti non quotati nei mercati regolamentati possono essere “strumenti finanziari”, purché “negoziabili” o “normalmente negoziabili”. Lo stesso deve dirsi con riferimento ai sistemi multilaterali di negoziazione. Se ne ricava, allora, che la “negoziabilità” di uno strumento riflette, più in generale, la sua idoneità ad essere oggetto di transazioni – e dunque di trasferimento – sul “mercato dei capitali”; nozione, quest'ultima, a sua volta dal contenuto non individuato in via normativa, ma desunto dalla prassi, e dall'analisi economica».

<sup>190</sup> «Nulla precluda al legislatore la possibilità di qualificare *ad hoc* strumenti finanziari dei nuovi prodotti (le quote) che normalmente non lo sarebbero»: GUACCERO, *La start up*, cit., 714. Similmente, CAGNASSO, *Preliminare*, cit

della quota è individuato tramite una valutazione autoreferenziale, in base ad indici scelti dai soci nella loro autonomia <sup>191</sup>. In questa maniera non viene saggiata la presa della quota nel mercato, quando la forbice tra azioni e quote standardizzate risulta fortemente ridotta. Risvolto negativo è che non viene incoraggiata una ponderazione di lungo periodo del peso finanziario della quota <sup>192</sup>.

Ebbene, la creazione di un mercato secondario vorrebbe essere scongiurata dal legislatore, in quanto l'*equity crowdfunding* è introdotto sulla filosofia della finanziarizzazione dell'impresa in crescita, specie s.r.l., mentre il mercato secondario è il teatro del disinvestimento. L'illogicità di fondo è che non sarebbe dichiarata l'esistenza di un mercato secondario, ma la normativa si avvale della categoria concettuale di strumento finanziario, il che lascia presumere che un mercato secondario sia invece possibile, perché intrinseco allo strumento finanziario è il carattere, appunto, di negoziabilità.

Sempre sul piano normativo, un ulteriore fattore frenante alla creazione di un mercato secondario è il disposto dell'art. 29 del d.l. 179/2012 che riconosce incentivi fiscali se il titolare delle quote in PMI non le ceda nei due anni

---

<sup>191</sup> «Resta, quindi, la necessità di individuare quali criteri di determinazione del valore delle partecipazioni del sottoscrittore siano idonei a soddisfare la condizione di ammissione all'operazione di *crowdfunding* posta dall'art. 24 del regolamento Consob: una valutazione convenzionale eccessivamente sfavorevole per il recedente potrebbe, nella sostanza, vanificare la disposizione di rango regolamentare e persino giustificare, di conseguenza, la mancata ammissione all'operazione di collocamento. Data la difficoltà di determinare il valore di mercato delle partecipazioni in una start-up innovativa, e di determinare lo stesso valore di mercato dell'impresa in questa delicata fase iniziale, valore che potrebbe essere colpito da perdite (anzi, l'eventualità è assai probabile e ad essa è dedicata la specifica disciplina in deroga agli artt. 2446 e 2447 in tema di s.p.a. e agli artt. 2482 -bis e 2482 -ter in tema di s.r.l., come dispone l'art. 26, primo comma, d.l. n. 179 del 2012), o al contrario potrebbe essere enormemente cresciuto, la strada che i soci fondatori possono correttamente percorrere nella predeterminazione dei criteri di valutazione delle partecipazioni passa per la facoltà, consentita dal quarto comma dell'art. 2437 ter, in materia di s.p.a., di stabilire criteri specifici, indicando gli elementi dell'attivo e del passivo che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica e agli altri elementi da tenere in considerazione, purché suscettibili di valutazione patrimoniale»: CAPELLI, *L'equity based crowdfunding*, cit., 13.

<sup>192</sup> GULLIFER e PAYNE, *Corporate Finance Law, Principles and Policy*<sup>2</sup>, Oxford, 2015, p. 17: «Companies are generally able to raise money more easily and to obtain a better price if after the initial issue of shares there is a healthy secondary market available to investor which they can sell their shares and realise their investments, if they so choose».

successivi dalla sottoscrizione <sup>193</sup>. Si tratta di una misura di equilibrio tra l'interesse al finanziamento della s.r.l. e l'interesse dei piccoli investitori <sup>194</sup>. Il “ma”, che potrebbe essere avanzato, è la previsione dell'art. 24, co. 2, Reg. Consob, la quale pone, come presupposto dell'offerta, la sottoscrizione del 5% da parte di investitori professionali o di fondazioni bancarie o da incubatori di *start-up* innovative <sup>195</sup>, quota parte che non deve essere trattenuta, nemmeno per un periodo minimo, dal sottoscrittore *durante societate*. Si presuma che l'investitore professionale decida di non avvalersi dei vantaggi fiscali, pertanto, avrebbe la possibilità di dismettere la titolarità della quota in qualsiasi momento a favore di soggetti terzi.

Si permetta il parallelo con l'istituto dei titoli di debito. Essi sono stati il primo varco aperto sul mercato per la s.r.l. a condizione che vengano sottoscritti da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale. I piani su cui si muovono i due istituti in raffronto sono differenti: i titoli di debito sono una forma di investimento in capitale di credito; la sottoscrizione di quote mediante portale è un investimento in capitale di rischio. Ma entrambi sono strumenti finanziari destinati – i titoli di debito per la totalità della loro emissione, le quote nella misura del 5% <sup>196</sup> - a soggetti con corroborata esperienza finanziaria. Non si può

---

<sup>193</sup> Precipuamente, i primi tre commi dell'art. 29 si incentrano sull'imposta lorda sul reddito e le detrazioni delle persone fisiche; i commi 4 e 5, invece, trattano del reddito dei soggetti passivi dell'imposta sul reddito delle società e delle detrazioni conseguenti

<sup>194</sup> Nell'ordinamento americano, il *Jobs Act*, SEC 302, sancisce il divieto di trasferimento della partecipazione per il periodo di un anno dalla sua sottoscrizione: «*may not be transferred by the purchaser of such securities during the 1-year period beginning on the date of purchase*». In Italia non ha valore cogente, ma l'offerta di incentivi fiscali è una misura attrattiva all'investimento, specie per i piccoli risparmiatori; mentre negli USA la cogenza si ispira a ragioni di stabilità e finanziarizzazione dell'ente societario. Al divieto sono fatte salve alcune deroghe tipiche nel caso in cui le partecipazioni siano trasferite all'emittente, ad un *accredited investor* o ad un membro della famiglia, qualora ricorrano circostanze particolari, come la morte.

<sup>195</sup> Art. 24, co. 2 -*ter*, Reg. Consob: «Le soglie di cui al comma 2 sono ridotte al 3% per le offerte effettuate da piccole e medie imprese in possesso della certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta, redatti da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili». Il comma è stato aggiunto con delibera del 29 novembre 2017, n. 20204.

<sup>196</sup> L'art. 100 -*ter*, t.u.f. prevede che «la Consob determina la disciplina applicabile alle offerte di cui al comma 1, al fine di assicurare la sottoscrizione da parte di investitori professionali o particolari categorie di investitori dalla stessa individuate di una quota degli strumenti finanziari offerti, quando l'offerta non sia riservata esclusivamente a clienti professionali [...]»: dunque, al pari dei titoli di debito l'offerta può essere destinata a soggetti professionali, ma il carattere dirimente è che per la prima fattispecie è rimessa alla discrezionalità dell'offerente la selezione dei destinatari dell'offerta. V., COSSU, *Le start up*, cit., p. 1718, nt. 92.

parlare di un vero e proprio mercato secondario dei titoli di debito, ma l'acquirente è tutelato dall'investitore professionale/alienante, in quanto risponde della solvenza della società emittente. Lo stesso non sembra accada per gli investitori professionali sottoscrittori di quote tramite portali, i quali possono disinvestire anche subito dopo la conclusione dell'offerta ad un soggetto terzo secondo le regole comuni del contratto. Dunque l'acquirente non è tutelato né dalle misure stabilite per i primi sottoscrittori né dalle regole del mercato finanziario, perché l'*equity crowdfunding*, a parte tangenze tipiche, è un sistema dalla disciplina complanare.

Un argomento pro-creazione di un mercato secondario è la tendenziale compressione del diritto di *exit* dell'investitore. L'art. 24, co. 1, Reg. Consob impone la necessaria introduzione negli statuti societari di una clausola di recesso o di co-vendita per il caso di trasferimento del controllo. Per assurdo. Si consideri il caso che un investitore – magari un *business angel* o un *venture capitalist* – dalla riconosciuta credibilità finanziaria sottoscriva una quota, tale però da non attestarsi come posizione di controllo, e su quella sottoscrizione facciano affidamento i piccoli investitori <sup>197</sup>. L'investitore decide di spogliarsi della titolarità della quota: in tal caso gli strumenti straordinari messi a punto nel comma primo dell'art. 24 non sono azionabili per assenza della condizione di efficacia, ossia il trasferimento del controllo. Può accadere che il piccolo investitore, il quale vuole dismettere le proprie quote, dovendo ricorrere ai *dictat* della disciplina ordinaria del recesso della s.r.l., ex art. 2473, c.c., si ritrovi “prigioniero” <sup>198</sup> della società, perché magari la facoltà di recedere è subordinata a condizioni e termini ostativi <sup>199</sup>. E il discorso può estendersi anche ai sottoscrittori di quote in *stock options* o in regime di *work for equity*. Corollari, ne sono il rischio di illiquidità dell'investimento, che si acutizza con riferimento al caso della *start-up* innovativa, per la quale vige tuttora il divieto di distribuzione degli utili per tutto il tempo in cui si fregia di tale qualità.

---

<sup>197</sup> LAUDONIO, *La folla*, cit., pp. 39 ss.

<sup>198</sup> FREGONARA, *Il crowdfunding*, cit., p. 28.

<sup>199</sup> CAPELLI, *L'equity based crowdfunding*, cit., p. 13.

Al netto di quanto detto, la circolazione della quota di partecipazione di PMI costituite in forma di s.r.l., per vie *extra ordinem*, risponde ad un momento patologico della vita in società del titolare; quando invece la circolazione dovrebbe rappresentare una fase fisiologica, tanto più se si discorra della quota come strumento finanziario. La formazione di un mercato secondario, ad onor del vero, rischia di svilire il legame personale insistente tra socio e partecipazione, ma rispetto alle quote ordinarie in s.r.l.<sup>200</sup>. Lo stesso rischio non sarebbe avvertito rispetto alle quote standardizzate, forti anche delle deroghe poste alla disciplina di diritto comune, che valgono a dare contenuto alla formula della quota come strumento finanziario.

La reale resistenza allo sviluppo di un mercato secondario – ed il profilo sul quale dovrebbero concentrarsi gli sforzi per mettere a punto un sistema perfettamente “oliato” – è rispetto alla disciplina dell’informazione<sup>201</sup> e al compasso dell’autonomia statutaria che pianifica, con ampi margini, gli assetti delle società interessate dalla normativa.

Il timore di un capovolgimento del sistema c’è, ma l’assenza di un mercato secondario potrebbe essere auspicabilmente superata dalla stessa autonomia negoziale che potrebbe agevolare il sistema degli scambi dei propri strumenti finanziari, e dunque anche delle quote di PMI s.r.l. In collaborazione, magari, con gli stessi portali di *equity crowdfunding*, gli emittenti potrebbero creare dei «punti di incontro “virtuali” tra gli investitori (*blog*), dove i soci possano seguire gli

---

<sup>200</sup> Offrono spunti di apertura ai meccanismi dell’OPA e l’OPS Bianchi e Feller, i quali scrivono che: «infine benché si tratti di ipotesi essenzialmente teorica, sembra di poter affermare che le partecipazioni possano essere, astrattamente, oggetto di offerta pubblica di acquisto, dato che questa operazione non implica, per sua natura, alcuna sollecitazione ad acquistare, ma soltanto a vendere. Ma è appena il caso di sottolineare come un’ipotetica opa avente ad oggetto quote di srl sarebbe destinata a numerose (e addirittura insormontabili) difficoltà applicative e pratiche. Si pensi ad esempio alla necessità del coordinamento tra il regime di adesione all’offerta e quello in materia di vincoli di trasferimento che implica che lo statuto preveda un’espressa deroga al riguardo». Cfr. BIANCHI e FELLER, Sub *art. 2468 c.c.*, cit., p. 313.

<sup>201</sup> Il rischio paventato in assenza di un mercato secondario e di una adeguata informazione è sempre quello di un “mercato dei limoni” delle quote negoziate tramite portali: v. CAPELLI, *L’equity based crowdfunding*, cit., p. 566.

sviluppi della vita societaria e proporre la compravendita dei propri strumenti finanziari»<sup>202</sup>.

Alternativa auspicabile è che siano gli stessi intermediari abilitati ad occuparsi della rivendita, operando come internalizzatori sistematici. Non si tratta di un vero e proprio mercato. I mercati regolamentati (*regulated markets*, RM) e i sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities*, MTF) sono sistemi multilaterali e neutrali, che consentono l'incontro di interessi multipli di acquisto e di vendita di strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti, secondo procedure e regole di carattere non discrezionale<sup>203</sup>. Gli internalizzatori sistematici (*systematic Internalizers*, SI) sono piattaforme non neutrali – in quanto le regole sono poste su base discrezionale dal gestore del servizio – e bilaterali – le proposte di acquisto e di vendita hanno un'unica controparte – con caratteri propri del servizio di negoziazione per conto proprio e di esecuzione di ordini dei clienti<sup>204</sup>. Applicata questa prospettiva all'*equity crowdfunding*, le parti della

---

<sup>202</sup> FREGONARA, *Il crowdfunding*, cit., p. 28; ID., *L'equity based crowdfunding*, cit., p. 2304. Concorde CULICCHI, *Prime considerazioni*, cit., p. 7.

<sup>203</sup> Si parla in proposito di sistemi c.d. *riskless counterparty*.

<sup>204</sup> Cfr. PACE, *I sistemi organizzati di negoziazione nella proposta di revisione della MiFID: un primo raffronto con le altre sedi di negoziazione*, in *Dir. banc.*, 2012, I, p. 497; MOTTI, *Tipologia e disciplina delle trading venues*, in *L'attuazione della direttiva MiFID*, FREDIANI e SANTORO, a cura di, 2009, p. 43. La direttiva MiFID n. 2004/39 ha abolito la c.d. *concentration rule*, che imponeva che le transazioni di titoli azionari quotati fossero esclusivamente effettuate all'interno dei mercati regolamentati, e ha introdotto nel panorama dei mercati finanziari tre distinte tipologie di sedi di negoziazione: i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici. Questi ultimi erano definiti ai sensi dell'art. 4, par. 1, n. 7, della citata direttiva come «un'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione». Definizione poi trasfusa, nella legislazione nazionale, nell'art. 1, co. 5 -ter, t.u.f. Come si ricava dal testo, l'attività degli IS deve realizzarsi secondo canoni di organizzazione, frequenza e sistematicità, i quali hanno trovato specificazione con la direttiva MiFID di secondo livello. Infatti, l'art. 21, co. 1, Regolamento n. 1287/2006, prescrive che: «qualora un'impresa di investimento, nell'eseguire gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione, negozi per conto proprio, essa è considerata come un internalizzatore sistematico se soddisfa i seguenti criteri che dimostrano che svolge la sua attività in modo organizzato, frequente e sistematico: a) l'attività riveste un ruolo commerciale importante per l'impresa ed è condotta in base a regole e procedure non discrezionali; b) l'attività è svolta da personale, o mediante un sistema tecnico automatizzato, destinato a tale compito indipendentemente dal fatto che il personale o il sistema in questione siano utilizzati esclusivamente a tale scopo; c) l'attività è accessibile ai clienti su base regolare e continua». Come è facile notare, l'elencazione del regolamento si compone di sole tre lettere, ma ad una analisi più attenta emerge come al punto a) siano riportati due indicatori distinti (rilevanza dell'attività e regole di attività non discrezionali). Cfr. PARZIALE, *La proposta di riforma MiFID II ed il suo impatto sulla disciplina delle trading venues*, in *Crisi dei mercati finanziari e corporate governance: poteri dei soci e tutela del risparmio*, a cura di Lener, Roma, 2014, pp. 331 ss., in part. p. 341, saggio a cui si invia per ulteriori riferimenti bibliografici. V. altresì GOMBER e

relazione contrattuale diverrebbero gli stessi intermediari abilitati, i quali potrebbero negoziare direttamente o incrociare internamente il sistema degli ordini dei clienti-investitori, nel caso in cui i clienti si siano avvalsi del sistema di trasferimento intermediato *ex art. 100 -ter*, co. 2 *-bis* e ss., t.u.f., agevolando l'operazione senza passare per una variazione dell'intestazione. In questa maniera, verrebbe bypassato l'emblema del mercato secondario, avvalendosi di una modalità operativa che permette la formazione dei prezzi ed è soggetta alle regole di trasparenza che la disciplina primaria e secondaria pone per gli internalizzatori sistematici<sup>205</sup>.

### 5. La PMI e le deroghe al diritto comune della s.r.l.: tipo o modello?

L'eccentricità delle nuove regole per la PMI costituita in forma di s.r.l. potrebbe rispolverare la diatriba tra i concetti giuridici di *tipo* e *modello*, che ha impegnato i giuscommercianti, soprattutto all'indomani della riforma del diritto societario. Il modo ipotetico è suggerito dalla consapevolezza che le premesse per una nuova meditazione sul tema vi siano. Il quesito è semplice: la PMI costituita in forma di

---

PIERRON, MiFID – *Spirit and reality of a European Financial Markets Directive*, 2010, pp. 61 ss., disponibile all'indirizzo [https://safe-frankfurt.de/uploads/media/Gomber\\_Pierron\\_MiFID\\_report.pdf](https://safe-frankfurt.de/uploads/media/Gomber_Pierron_MiFID_report.pdf). Di recente, il testo del comma è stato riscritto ai sensi della modifica apportata dall'art. 1 del d.lgs. del 3 agosto 2017, n. 129, e quegli standard di esercizio solo enunciati trovano specificazione nel "package normativo": «per "internalizzatore sistematico" si intende l'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale negozia per conto proprio eseguendo gli ordini dei clienti al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione senza gestire un sistema multilaterale. Il modo frequente e sistematico si misura per numero di negoziazioni fuori listino (OTC) su strumenti finanziari effettuate per conto proprio eseguendo gli ordini dei clienti. Il modo sostanziale si misura per dimensioni delle negoziazioni OTC effettuate dal soggetto su uno specifico strumento finanziario in relazione al totale delle negoziazioni effettuate sullo strumento finanziario dal soggetto medesimo o all'interno dell'Unione europea». Tra i primi commenti al *novum*, ANNUNZIATA, *Il recepimento della MiFID II: uno sguardo di insieme, tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 1100 ss.; LUCANTONI, *Il mercato dei derivati: note preliminari ad uno studio sistematico*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, pp. 182 ss.

<sup>205</sup> In particolare a seguito dell'art. 3, co. 1, d.lgs. n. 129/2017, che ha sostituito le norme della Parte III, Titolo I *-bis*, riscrivendo l'art. 71 t.u.f., "Obblighi dell'internalizzatore sistematico", presente al Capo III, "Gli internalizzatori sistematici". L'articolo prevede quanto segue: «l'impresa di investimento che supera i limiti stabiliti nel regolamento delegato (UE) 2017/565, in relazione al modo frequente, sistematico e sostanziale, per l'applicazione del regime degli internalizzatori sistematici o che sceglie comunque di assoggettarsi a tale regime, ne informa la Consob. Ai fini della verifica della permanenza delle caratteristiche richieste dalla definizione di internalizzatore sistematico, la Consob può chiedere agli internalizzatori sistematici, con le modalità e nei termini da essa stabiliti, la comunicazione anche periodica di dati, notizie, atti e documenti. Agli internalizzatori sistematici si applica l'articolo 65 *-septies*, comma 6». La norma da ultimo citata concerne gli obblighi di informazione verso il pubblico sulla qualità di esecuzione delle operazioni, richiedendo il rispetto di una periodicità almeno annuale.



s.r.l., e che si avvale del regime in deroga del Decreto Crescita *bis*, si segnala come nuovo tipo societario o come modello del tipo s.r.l.?

L'analisi giuridica non si accontenta di risposte pronte, ma deve essere il derivato di un ragionamento che valga a fondarne di validità il risultato finale. È d'uopo prendere le mosse dalle definizioni. «Non si tratta per vero di una mera variante lessicale: in punto di diritto, infatti, la nozione di tipo, così come accolta dall'art. 2249 c.c., evoca la presenza di una fattispecie tassativamente determinata attraverso elementi caratterizzanti e costitutivi definiti, a loro volta sottratti alla libera disponibilità dei contraenti. Viceversa, utilizzando l'espressione «modelli» si intenderebbe mettere in evidenza la «destrutturazione» dei codici organizzativi societari, la cui definizione verrebbe rimessa, di fatto, alle singole scelte operate dalle parti in sede di statuto»<sup>206</sup>. Seppur il legislatore della riforma del 2003, in maniera incauta ne sovrapponga i sensi, indulgendo nell'uso di “modelli societari”<sup>207</sup> per significare il concetto di “tipo”, si tratta di due espressioni che condividono

---

<sup>206</sup> BENAZZO, *L'organizzazione nella nuova s.r.l. fra modelli legali e statuari*, in *Società*, 2003, pp. 1062 ss.

<sup>207</sup> Nella legge delega alla riforma del diritto societario, sulle orme della terminologia usata nel precedente progetto Mirone, l'art. 2, lett. f) prevedeva che dovevano essere indicati «due modelli societari riferiti l'uno alla società a responsabilità limitata e l'altro alla società per azioni». In dottrina, ZANARONE, *Della società*, cit., pp. 11. ss., in part. 55 ss. L'A. consacra la società a responsabilità limitata come un “tipo di società”, in quanto con tale locuzione designa le figure regolate da uno dei Capi (nel caso della s.r.l. il Capo è il VII) del Titolo V, Libro V del codice civile. Infatti precisa che «le suddette classificazioni in quanto operate dal legislatore non hanno valore descrittivo ma prescrittivo, sono cioè finalizzate all'applicazione di una disciplina. In questo senso, si può parlare del tipo societario come di un tipo non meramente cognitivo ma “normativo”, nel senso che la sua funzione è quella di individuare le regole applicabili a tutti i fenomeni in esso compresi». Dunque, continua l'A. affermando che «per cogliere la fruttuosità di tale intuizione, vale la pena di rifarsi ancora alla legge delega, laddove si stabilisce che la disciplina rispettivamente della s.r.l. e della s.p.a. è “modellata”, nella prima, sul principio della rilevanza centrale del socio e dei rapporti contrattuali tra i soci (art 3 comma 1°, lett. a)) e nella seconda sui principi della rilevanza centrale dell'azione, della circolazione della partecipazione sociale e della possibilità del ricorso al mercato del capitale di rischio (art 4 comma 1). Dove la suddetta “rilevanza centrale” allude, non già ad un preciso presupposto, ma ad un archetipo socio-economico, bene colto dagli interpreti, allorché si parla di predominanza nella s.r.l. di socio imprenditore caratterizzato da un interesse partecipativo al governo della società, nella s.p.a., viceversa di un socio investitore connotato da un interesse al valore economico della propria quota, da realizzarsi fondamentalmente attraverso il trasferimento della medesima propiziato dalla divisione della quota medesima in azioni. Si tratta in altre parole di quell'emersione empirica di un determinato tipo societario alla quale il legislatore intende ispirare il proprio intervento regolatore o perché la considera prevalente nella prassi o perché ne intende favorire la diffusione ritenendola più omogenea rispetto ai propri valori senza che tutto ciò impedisca l'adozione ad opera dell'autonomia privata entro i confini del suddetto tipo di altri modelli ispirati a diversi archetipi o ad una diversa combinazione di questi. Lo dimostra lo stesso linguaggio del legislatore. Si consideri infatti, sul piano generale, l'art. 2 della legge delega, dove si stabilisce che i modelli

solo l'origine nel principio di tassatività. Secondo tale principio è vietato costituire una società che non risponda ad un tipo legale dettato dal codice <sup>208</sup>, ex art. 2249 c.c. È impossibile creare società atipiche <sup>209</sup>, ma è possibile per l'autonomia dei soci conformare il tipo mediante clausole atipiche <sup>210</sup>: il contratto di società (art. 2247 c.c.) è una costola autonoma della categoria generale del contratto (art. 1321 c.c.), alla quale trova applicazione – per un rapporto di transitività – il principio generale segnato all'art. 1322 c.c.

L'autonomia statutaria è l'archetipo su cui si sviluppa l'intera materia delle regole societarie della s.r.l. Infatti gli ampi ambiti di disciplina ne hanno definito il carattere ancipite tra modelli personalistici e modelli capitalistici, in quanto è possibile mutuare profili tanto delle società di persone quanto della s.p.a. Nonostante il carattere intermedio <sup>211</sup>, non è alterato il rapporto orizzontale della s.r.l. con gli altri tipi societari. Sono appunto innegabili le singolarità di disciplina che segnano il tratto tipologico, in particolare il divieto di rappresentare le quote di partecipazione in azioni e di offerta al pubblico delle quote <sup>212</sup>. La coerenza dell'art. 2468, co. 1, c.c. vacilla con la comparsa dell'art. 26 del d.l. n. 179/2012: cardini inderogabili della disciplina della s.r.l. diventano dispositivi, lasciati alla mercé dell'autonomia statutaria.

---

legislativi riferiti a srl e spa e sapa devono essere predisposti nel rispetto dei principi di libertà di iniziativa economica e di libera scelta delle forme organizzative dell'impresa».

<sup>208</sup> Scriveva Vivante, in tempi di molto anteriori all'emanazione del codice civile del 1942, che «le varie specie di società si distinguono secondo le garanzie che offrono ai terzi; [...] i soci che adottano un tipo di società sono obbligati categoricamente a prestare tutte le garanzie [...] di legge; non possono evitarle o attenuarle senza passare ad un altro tipo di società [...] Le società possono distinguersi secondo la responsabilità dei soci e secondo la stabilità del loro capitale». Cfr. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*<sup>4</sup>, Milano, 1912, pp. 110 ss.

<sup>209</sup> PAVONI, *Teoria delle società. Tipi costituzione*, Milano, 1953, pp. 198 ss.

<sup>210</sup> COTTINO, *Società in generale: la fattispecie impresa nelle sue varianti*, in *Lineamenti di diritto commerciale*, cit., p. 191

<sup>211</sup> BENAZZO, *L'organizzazione*, cit., pp. 1062 ss.

<sup>212</sup> «Se così è, mi pare lecito ipotizzare che la s.r.l. si caratterizzerebbe non già per essere semplicemente un «tipo intermedio» a cavallo tra società di persone e società per azioni, quanto per essere invece quel particolare codice organizzativo d'impresa che estende il beneficio della responsabilità limitata, e quindi dell'autonomia patrimoniale perfetta, a quelle imprese che accettino di prendere avvio e di crescere successivamente secondo un sistema di finanziamento tipico. Sistema che, sebbene oggi non sia più quello legato in via esclusiva al circuito bancario (cui chiedere, magari con la garanzia personale dei soci, i prestiti), non è comunque, né può mai divenire, quello aperto, diffuso, generico del mercato del pubblico risparmio. In altri termini, la contrapposizione del tipo s.r.l. alla s.p.a. (o forse meglio sarebbe dire alle s.p.a.) dovrebbe avvenire non già «in negativo», come di fatto accaduto con l'attuale codice civile, quanto piuttosto «in positivo», quale struttura identificata attraverso una proprietà originale ed esclusiva». In questi termini, BENAZZO, *L'organizzazione*, cit.

La *vexata quaestio* si è progressivamente espansa nel tempo <sup>213</sup>. Inizialmente le misure di favore erano indirizzate alla sola impresa *start-up* innovativa costituita in forma di s.r.l. <sup>214</sup>, e la «disciplina condizionata e transitoria della società a responsabilità limitata, prevalentemente atteggiata come immunità da regole del diritto comune» <sup>215</sup> era conferma della natura di modello societario <sup>216</sup>. Poi è stata la volta dell'estensione alle PMI innovative, con le quali, se decade il limite temporale che grava sulle *start-up*, il requisito dell'innovatività rappresentava ancora un argine che lo confinava al ruolo di modello e non di tipo <sup>217</sup>. La diatriba “tipo o modello” torna *in auge* quando viene espunto definitivamente il requisito dell'innovatività e le deroghe alla disciplina comune della s.r.l. sono aperte a tutte le PMI: la possibilità dell'autonomia negoziale dei soci di standardizzare e/o categorizzare le quote di partecipazione, di farle circolare in forma

---

<sup>213</sup> Già a suo tempo era stato sottolineato che per effetto delle norme eccezionali «tutti i significati principali del “tipo s.r.l.” si trovano a subire una visibile attenuazione di significatività, un notevole indebolimento di valenza, [...], al punto da legittimare l'interrogativo se nel presente “tipo s.r.l.” non sia, tutto sommato, un semplice *nomen* cui resti attaccato, per certi versanti, una responsabilità (solo) tendenzialmente limitata a un capitale/patrimonio rappresentato da quote; e con l'aggiunta di serie di norme inderogabili», tanto che si paventa la possibile “destrutturazione del tipo” s.r.l. In tal senso, DOLMETTA, *Sul “tipo” S.r.l.*, in *S.r.l. Commentario*, cit., p. 16.

<sup>214</sup> FREGONARA, *“Orientarsi”*, cit., p. 34.

<sup>215</sup> MALTONI e SPADA, *L'impresa*, cit., pp. 4 ss., in part. p. 6. Infatti, l'esistenza di un “implicito scalino normativo” a causa dell'esistenza di “regole tipologicamente aliene” alla s.r.l. di diritto comune, non giustifica l'indole di tipo differenziato rispetto a quelli contemplati dalla norma del codice. Cfr. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding*, cit., p. 15;

<sup>216</sup> Consiglio Notarile di Firenze, Orientamento n. 38/2014: «Al contempo, si ritiene, non senza qualche voce contraria, che la concessione di una serie di esenzioni rispetto alla disciplina comune non consenta di qualificare la s.r.l. start up innovativa come un tipo nuovo. Si rileva, infatti, che la possibilità di beneficiare della disciplina agevolativa del D.L. n. 79/2012 è condizionata all'iscrizione della società nell'apposita sezione speciale del registro delle imprese (art. 25, comma 8) ed è temporanea, in quanto viene meno “qualora la start up innovativa perda uno dei requisiti previsti nell'art. 25, comma 2, prima della scadenza dei quattro anni dalla data della costituzione, o del diverso termine previsto dal comma 3 dell'art. 25 se applicabile, [...] ed in ogni caso decorsi quattro anni dalla data della costituzione, cessa l'applicazione della disciplina prevista nella presente sezione” (art. 31, comma 4). Inoltre, le clausole tipologicamente aliene rispetto alla s.r.l. di diritto comune sono tutte facoltative e concorrono a costituire il corredo delle esenzioni a cui si può accedere una volta ottenuta l'iscrizione nella sezione speciale. Ne deriva che l'impresa “start up innovativa” non designa uno statuto legale indefettibile (preordinato alla qualificazione) deviante rispetto allo statuto legale della s.r.l. di diritto comune. Il corollario più immediato della ricostruzione sistematica proposta è il seguente: la società è prima dell'iscrizione alla sezione speciale (e torna ad essere a seguito della cancellazione) una s.r.l. di diritto comune», disponibile all'indirizzo <https://www.consiglionotarilefirenze.it/index.php/orientamenti/start-up/105-start-up-innovativa-e-costituzione-38-2014.html>. La massima notarile è annotata in dottrina da BUSANI, *Massimario delle operazioni societarie*<sup>2</sup>, Milano, 2016, p. 2357. In dottrina, v. altresì, PAOLINI, *Della Srl – start-up innovativa (ovvero della srl transtipica)*, in *I quaderni della Fondazione italiana per il notariato*, 2014, pp. 199 ss.

<sup>217</sup> COSSU, *Nuovi modelli*, cit. V. altresì, FREGONARA, *L'equity based crowdfunding*, cit., pp. 2299 ss.

dematerializzata, di effettuare operazioni di *self placement* sulle proprie quote e di offrirle tramite portali *on line*, instilla il dubbio che possa parlarsi non di un nuovo modello di s.r.l., bensì di un nuovo tipo effettivamente intermedio tra la s.r.l. e la s.p.a.

In un raffronto binario, l'inferenza di *genus ad speciem* non si perde nel rapporto tra società per azioni e società per azioni quotate. Sono regole societarie che conferiscono specialità alla normativa riservata alle società quotate, ma non hanno carattere centrifugo, perché rimane saldo il legame con gli elementi essenziali del genotipo s.p.a.<sup>218</sup>.

Tanto non è di pronta percezione nella relazione tra la s.r.l. ordinaria e la PMI che devia dallo statuto della s.r.l., *ex art 26 d.l. 179/2012*.

La questione può essere analizzata nei termini della logica della condizione necessaria e/o sufficiente. La condizione è necessaria quando deve essere soddisfatta per dare veridicità a ciò che si assume; sufficiente, se soddisfatta, la proposizione è vera. Fino a prima dell'entrata in vigore nel nostro ordinamento della normativa del Decreto Crescita *bis*, era pacifico che l'impossibilità di rappresentare le quote in azioni ed offrirle al pubblico dei risparmiatori fossero condizioni sia necessarie sia sufficienti per poter sussumere una data società nel tipo s.r.l. Dopo il 2012 viene meno la validità delle due condizioni. Ebbene, il divieto dell'offerta al pubblico posto dal primo comma dell'art. 2468 c.c. degrada

---

<sup>218</sup> La legislazione di mercato, sin dall'entrata in vigore del primo atto normativo di interesse, la l. 216/74, ha interrogato la dottrina giuscommercialista sulla qualità di tipo legale delle società quotate. La maggior parte della dottrina ha ritenuto si tratti di "sottocategoria" o anche di "sottotipo", ma non ha accolto la qualificazione in termini di nuovo tipo societario, sulla considerazione che nella quotata non vengono persi i tratti caratterizzanti il tipo codicistico. Infatti la disciplina normativa delle società quotate è un connubio tra norme di diritto comune, che ne fungono da base, e norme speciali, o meglio di settore, congegnate nella prospettiva del mercato e dell'interazioni con interessi e valori superiori tutelati a livello costituzionale, tra tutti, la tutela del risparmio. In tale senso, i principi guida nella elaborazione della disciplina speciale sono stati la previsione di un particolare regime di trasparenza e di informazione, sulla scorta del quale viene istituita l'autorità di vigilanza del mercato e giustificato il meccanismo dei controlli esterni sulla contabilità delle società. In seno al t.u.f., i detti propositi sono stati recepiti nelle disposizioni generali sulle regole di diritto societario destinate alle società quotate ed ispirate alla tutela degli investitori, come la garanzia della parità di trattamento, la trasparenza informativa e il bilanciamento nel sistema di *governance* a favore degli interessi dei soci investitori. Il risultato è un diritto societario della quotazione che vede fortemente ridotti gli ambiti di autonomia statutaria rispetto alla s.p.a. di diritto comune. In dottrina, tra le opere dedicate al tema di più recente pubblicazione: CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, cit.

a condizione sufficiente dell'essere s.r.l. di diritto comune. Se sussiste, c'è s.r.l.: la possibilità di farvi deroga ai sensi dell'art. 26 d.l. 179/2012 per le PMI, per implicito, conferma a monte la presenza del divieto codicistico. Permane l'inderogabilità del divieto di rappresentare le quote in azioni, che dunque mantiene lo *status* di condizione sia sufficiente che necessaria per integrare gli estremi del tipo s.r.l.<sup>219</sup>, ma è sfumato nei confini per la possibilità di strutturare le quote mutuando i caratteri tipologici dell'azione<sup>220</sup>. I tratti decisivi della s.r.l. non sono scoloriti dalla novità legislativa indirizzata per l'impresa

---

<sup>219</sup> Secondo la dottrina il divieto di incorporazione in azioni non esclude che, al fine di facilitare le operazioni di investimento tramite *crowdfunding*, le quote di s.r.l. possano essere rappresentate da certificati di quota. Cfr. OTTOLIA, *L'equity crowdfunding tra incentivi al reperimento di capitale di rischio per le start up innovative e responsabilità*, in *Diritto banca merc. fin.*, 2014, 1, p. 49.

<sup>220</sup> La mancanza di una disciplina tipica della s.r.l. aperta è – come voce in dottrina ha definito – una “forma di dissociazione tra la fattispecie e la disciplina”. Piuttosto è il derivato degli elementi tipologici della s.r.l., tra i quali ad essere sfumato è anche il requisito “rigido” relativo al divieto di rappresentare le quote di s.r.l. in azioni: «il sistema di sottoscrizione e circolazione delle partecipazioni “dematerializzato”, esteso a tutte la P.M.I. in forma di s.r.l., ha reso sfumata tale differenziazione. Tra una s.p.a. che abbia scelto di non emettere azioni ed una s.r.l. con partecipazioni standardizzate che circolino con modalità immateriali, il confine è difficile da tracciare e verrebbe da pensare che assuma rilievo decisivo la volontà dei soci di applicare la disciplina di un tipo o dell'altro». Ne segue che «la disapplicazione di almeno una parte della disciplina della s.r.l. pone il problema dei criteri da adottare per colmare le conseguenti lacune. L'obiettivo non può che essere l'individuazione di regole che, da un lato, siano compatibili con una compagine sociale “diffusa”, e dall'altro, offrano le necessarie tutele ai soci finanziatori. La scelta, a mio avviso, non può che essere rivolta alla disciplina della s.p.a. ed, in particolare, a quella quotata», secondo non il procedimento analogico, bensì attraverso un'operazione di estensione diretta. «La s.r.l. aperta si presenta pertanto come una sorta di ibrido, collocato in una posizione intermedia tra la s.p.a. quotata e la s.r.l. chiusa». Tra gli istituti di cui si potrebbe fare applicazione, vi è il sistema di controlli interni, da affidare ad apposito organo, «Tuttavia in senso contrario possono venire in considerazione alcuni dati normativi. In primo luogo il modello uniforme di atto costitutivo/statuto per start up innovative in forma di s.r.l., di cui all'art. 3, comma dieci *bis* del d. l. 3/2015, convertito con modificazioni, dalla legge 33/2015, prevede espressamente, al punto 25, la nomina dell'organo di controllo o del revisore adottando la seguente clausola: quando obbligatorio ai sensi dell'art. 2477 comma 3 del codice civile, l'assemblea nomina un organo di controllo o un revisore. Il modello uniforme, come espressamente previsto dal punto 8, si applica anche nel caso di società che offra al pubblico le proprie partecipazioni. Nello stesso senso si esprime l'allegato 3, relativo alle informazioni sulla singola offerta, del Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line* emanato dalla Consob nella versione aggiornata al 17 gennaio 2018<sup>24</sup>. Al punto 6, concernente le informazioni sull'organo di controllo, si prevede che venga descritto l'organo di controllo ove presente, con l'indicazione dei dati anagrafici dei componenti. Anche in questo caso la disciplina contenuta nel regolamento Consob sul *crowdfunding* prevede espressamente la possibilità che non sussista un organo di controllo: tale ipotesi non può che riferirsi alle s.r.l. “sotto soglia”». Cfr. CAGNASSO, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle S.r.l., PMI*, Relazione tenuta al XXXII Convegno di studio su “Società a responsabilità limitata, piccole e medie impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?”, Courmayeur, 14 – 15 settembre 2018, disponibile all'indirizzo <http://www.fondazionecourmayeur.it/notizie-societa-a-responsabilita-limitata-piccola-e-media-impresa-mercati-finanziari-un-mondo-nuovo.1.5.html?n=1119>.

sottodimensionata, anzi la derivazione dalla disciplina tipica della s.r.l. marca la qualità di modello della disciplina dettata dal Decreto Crescita *bis* <sup>221</sup>.

Tra gli istituti del diritto societario, la trasformazione avvalorata le conclusioni raggiunte <sup>222</sup>. Infatti, se le PMI s.r.l., costituite sulla scorta della disciplina derogatoria del d.l. 179/2012, avessero la natura giuridica di “tipo di società” l’eventuale trasmigrazione nel tipo ordinario s.r.l. richiederebbe l’attivazione del relativo procedimento di trasformazione, *rectius* omogenea <sup>223</sup>. Per contro, quale ipotesi modulare della stessa s.r.l., invece comporta che l’adattamento alle regole codicistiche si attui mediante la semplice modifica delle clausole statutarie derogatorie.

Voce in dottrina ha argutamente paragonato la s.r.l. al protagonista dell’opera di Robert Musil, *Un uomo senza qualità* <sup>224</sup>. Come il “personaggio che non sa decidersi su sè stesso”, la s.r.l. è “in grado di essere ciò che vuole”. Infatti, l’ampia autonomia statutaria riconosciuta ai soci permette di forgiare il tipo societario e le regole di *governance* alle esigenze e agli interessi che si intrecciano nella trama societaria. La recente riforma ne è appunto un’ulteriore conferma. La società a responsabilità limitata è un istituto del diritto che si rende strumento della libertà di iniziativa economica, una fattispecie tipologica di diritto societario che meglio si pone come chiave di lettura della realtà d’impresa in un rapporto di continuità storica senza soluzione.

---

<sup>221</sup> In proposito, Notari parla di “etichette” che si aggiungono al tipo s.r.l., stratificandola su quattro livelli: 1. la start up innovativa, caratterizzata da un elemento temporale - la temporaneità dello *status* - dalla tipologia attività - innovativa - e dall’elemento dimensionale, 2. la PMI innovativa, che della prima ripete il carattere tipologico dell’attività e della dimensione; 3. la PMI s.r.l. non innovativa, che si distinguono per la soglia quantitativa; 4. infine, il quarto cerchio è costituito appunto dalla s.r.l. L’A. specifica che non si tratta di nuovi tipi, o sottotipi o sub categorie - cita la relazione tra s.p.a. “complessive” e s.p.a. quotate - bensì del risultato di una tecnica di qualificazione dei tipi che riguarda tutte le forme di esercizio dell’impresa. Si pensi alla s.r.l.s., che rappresenta più un esperimento limitato alla fase di costituzione, ovvero anche alle società benefit o del terzo settore, le quali sono una veste giuridica ulteriore che non fa perdere i connotati tipologici del tipo organizzativo sociale di riferimento: NOTARI, *Le s.r.l.*, cit.

<sup>222</sup> Accenna alla questione, FREGONARA, *L’equity based crowdfunding*, cit., p. 2305.

<sup>223</sup> Con stretto riguardo alla start up, il carattere facoltativo delle deroghe e la temporaneità non giustificano il diritto di recesso da “trasformazione”, ovvero transizione negli ordinari della s.r.l., a favore dei soci. Cfr. CIAN, *Le società*, cit., pp. 419 ss. Nel medesimo saggio, l’A. specifica che gli elementi in deroga non valgono a giustificare una doverosità percepibile *in prima facie* dal mercato: infatti, la nomenclatura non si distingue per specificità, mentre diverso è il discorso per la s.r.l.s.

<sup>224</sup> CAGNASSO, *La s.r.l.: un tipo societario “senza qualità”?*, in *Nuovo dir. soc.*, 2013, pp. 5 e 7 ss.

## CAPITOLO IV

### I GESTORI DEI PORTALI.

#### CARATTERI GENERALI E DISCIPLINA DEI RAPPORTI CON EMITTENTI E INVESTITORI

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Il servizio di collocamento. Le differenze con l'*equity crowdfunding*. – 3. I Gestori dei portali. L'autorizzazione all'iscrizione nel registro della Consob. – 4.1. La relazione tra il gestore del portale di *equity crowdfunding* e l'emittente. – 4.2. La relazione tra gli investitori e il gestore del portale di *equity crowdfunding*. – 5. L'offerta tramite portale: dimensioni e oggetto.

##### 1. Premessa.

*Internet* ha cambiato il modo di pensare le relazioni sociali <sup>1</sup>, ivi comprese le relazioni commerciali e finanziarie <sup>2</sup>. Una prima testimonianza è la Comunicazione Consob n. DI/99052838 risalente al 7 luglio 1999. In quell'occasione l'*authority*, in risposta ad un quesito avente ad oggetto la “*Promozione e collocamento a distanza mediante Internet*”, conferiva il proprio *placet* al mezzo telematico: «sia perché può contenere strumenti di interazione, anche solo standardizzata, con l'investitore, sia perché può contenere documenti e messaggi aventi contenuto promozionale o negoziale» <sup>3</sup>.

La scarsa liquidità e l'assenza di uno *standing* reputazionale autonomo sono tra i fattori che avversano la creazione di un solido mercato mobiliare per le PMI: la maggiore illiquidità dell'investimento minimizza il grado di tolleranza nel rischio, con l'effetto di aggravare gli indici di costo delle transazioni e aumentare la massa del risparmio giacente <sup>4</sup>. Il tutto è enfatizzato anche dalla tendenziale ritrosia della

---

<sup>1</sup> BATTELLI, *Il ruolo dei corpi intermedi nel modello italiano di società pluralista*, in *Pol. Dir.*, 2018, pp. 259 ss., in part. pp. 282 ss. *Ex multis*, BROWNSWORD, SCOTFORD e EUNG, *The Oxford Handbook of Law, Regulation and Technology*, Oxford, 2017.

<sup>2</sup> PASCUZZI, *Il diritto dell'era digitale*, Bologna, 2016.

<sup>3</sup> CONSOB, *Promozione e collocamento a distanza mediante Internet*, Comunicazione del 7 luglio 1999, n. DI/99052838, disponibile all'indirizzo [http://www.newlaw.it/Documentazione\\_trading/Com%20DI-99052838.html](http://www.newlaw.it/Documentazione_trading/Com%20DI-99052838.html).

<sup>4</sup> Della tolleranza del rischio da parte dell'investitore e dei contributi offerti dalla branca della finanza comportamentale: LINCIANO e SOCCORSO, *La rilevanza della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, *Discussion papers*, Consob, 4 luglio 2012, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/11973/0/dp-4/8e970185-6785-45e5-8398-7dafafb70531>. V. altresì, CONSOB, *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità*, Atti del Convegno Consob – Luiss, Roma 4 giugno 2010, Quaderni di finanza, maggio 2011, n. 68, disponibile all'indirizzo

piccola e media impresa nel condividere informazioni con il largo pubblico. Le speranze, pertanto, sono riposte negli investitori istituzionali, in grado di reggere nel lungo periodo il corso dell'investimento; un ruolo non marginale è ricoperto dall'intermediario finanziario, non solo nella concezione del mercato come struttura tecnica, ma anche come struttura giuridica della disciplina dei rapporti con gli emittenti e gli investitori.

Questa nuova consapevolezza è congeniale allo sviluppo in Italia del finanziamento tramite portali internet di *equity based crowdfunding*. Le piattaforme che praticano l'*equity crowdfunding* sono la vetrina digitale nella quale vengono esposte e lanciate le offerte per la raccolta di capitale di rischio per le PMI. Le componenti essenziali sono la capillarità della diffusione, data la dimestichezza odierna nell'uso dei mezzi informatizzati; il superamento dell'egemonia bancaria per il finanziamento d'impresa; l'abbattimento dei formalismi richiesti dalla disciplina del prospetto.

I portali *web* di *equity based crowdfunding* sono il teatro in cui si inscena la nuova finanza democratica partecipativa: diventano il *trade d'union* tra il micro risparmio diffuso, i mercati e le piccole e medie imprese.

La funzione svolta dal gestore del portale è giuridicamente descritta come «facilitazione della raccolta di capitali»<sup>5</sup>. Invero non è fornito alcun indice sull'esatta portata del concetto di “facilitazione”. Una plausibile spiegazione, però, può essere tentata sulla considerazione che a differenza delle usuali *trading venues* – mettiamo il caso dei mercati borsistici – non è impegnata attivamente nell'abbinamento della domanda ed offerta di investimento; bensì, nella dinamica dell'operazione, assurge al ruolo di vettore per il contatto tra i principali attori del finanziamento. Si tratta di una forma “non intermediata” o “disintermediata” di

---

<http://www.consob.it/documents/11973/204072/qdf68.pdf/6c9c33e1-b017-49bb-91c3-14ce21fc5abf>.

<sup>5</sup> Cfr. art. 1, co. 5 -*novies*, t.u.f.: «per “portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali” si intende una piattaforma on line che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129, delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese». Allo stesso modo, il Reg. Consob n. 18592/2013 nel recepire i dettami della normativa primaria, indica nella “facilitazione” la funzione essenziale svolta dal portale (art. 2, co. 1, lett. d)).



offerta di strumenti finanziari <sup>6</sup>. Il contesto in cui si inserisce il gestore è un'ulteriore riprova: da un lato le PMI, tendenzialmente ostili verso il mercato del capitale di rischio, e dall'altro il piccolo investitore, tendenzialmente impacciato rispetto ai corsi di borsa. Il gestore crea le regole e l'ambiente in cui le parti possono interagire e costruire un affidamento reciproco, anche tramite il modo in cui le offerte sono presentate (immagini, video, suoni o c.d. *pitch*), ma pur sempre predisposte secondo i criteri redazionali prescritti dalla Consob.

L'architettura della disciplina normativa rompe il rapporto di derivazione verticale unidirezionale dalla fonte di rango primario alla fonte secondaria, quest'ultima si pone in posizione di reciprocità con la prima, affinandola rispetto agli interessi contingenti <sup>7</sup>.

Il presente capitolo è il primo dei due dedicati alla disciplina portali di *equity crowdfunding*. In particolare, dopo aver affrontato nelle linee essenziali l'istituto del servizio di collocamento, il capitolo proseguirà nell'inquadramento della figura dei portali: delle caratteristiche soggettive e oggettive degli operatori; della differente struttura delle relazioni instaurate dal portale sia con l'emittente sia con gli investitori; e in conclusione, dell'oggetto e della dimensione dell'offerta pubblicata sui portali *on-line*.

## **2. Il servizio di collocamento. Le differenze con l'*equity crowdfunding*.**

L'interazione tra l'istituto della sollecitazione all'investimento – ora offerta al pubblico – e del servizio di collocamento è «non solo [...] una relazione tra fenomeni attigui, bensì [...] un legame di stretta interdipendenza e funzionalità che consente di incrementare le probabilità di successo dell'offerta grazie

---

<sup>6</sup> «*Crowdfunding usually implies the presence of an intermediary, who serve as a matchmaker between promoters and funders. An intermediary, however is not essential to the definition. Instead, the key is the many-to-one relationship between funders and promoter. The reality is that intermediated crowdfunding is simply more practical for most promoters*»: cfr. BURKETT, *A Crowdfunding Exemption?*, cit., p. 63.

<sup>7</sup> «La norma giuridica deve, a tal fine, assumere una “struttura porosa” in modo da garantire l'interazione con una pluralità di ordinamenti, secondo le direttrici divergenti della globalizzazione e del decentramento dei luoghi di produzione normativa»: TORRE, *Legalità e mercato: un ossimoro?*, Relazione al Convegno “*Economia sociale di mercato e sistema penale. Antagonismi ed intersezioni*”, Urbino, 18 settembre 2015, p. 5. L'A., seppur trattando il tema nella prospettiva del diritto penale, spiega l'interazione tra i diversi livelli di produzione normativa e il ruolo emergente dell'autonomia privata come nuovo centro di produzione legislativa, argomento a cui è dedicato il capitolo V.

all'intervento dell'intermediario-collocatore normalmente in grado di avvicinare un'ampia platea di investitori. Tuttavia, proprio questa relazione, tanto evidente quanto scontata nella realtà di numerose operazioni di mercato, si presenta assai più incerta non appena se ne voglia mettere in luce la natura giuridica, nonché darle una sistematizzazione all'interno dell'ordinamento. [...] Il sistema prevede [...] due punti di contatto tra gli istituti in esame, individuati agli artt. 1, comma 1, lett t) – *sulla definizione di offerta al pubblico* – e 94, comma 9, t.u.f. – *della responsabilità da prospetto* – a fronte di un contesto nel quale l'offerta al pubblico e il collocamento restano istituti disciplinati in modo autonomo»<sup>8</sup>.

Il sostrato della riflessione è l'assenza di una definizione normativa nella disciplina dei mercati del servizio di collocamento<sup>9</sup>. L'istituto è menzionato nell'elenco dei «servizi e delle attività di investimento»<sup>10</sup>, art. 1, co. 5<sup>11</sup>, lett. c) e

---

<sup>8</sup> MOSCA, *Collocamento e offerta a pubblico. Riflessioni su una relazione non strettamente necessaria*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 648. Corsivo al testo aggiunto.

<sup>9</sup> Si deve a Roppo l'espressione “mistero del collocamento”: ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MIFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, p. 501. Prima delle recenti modifiche, l'assenza di una definizione normativa era sorte comune con il servizio di «esecuzione di ordini per conto dei clienti», art. 1, co. 5, lett. b), t.u.f. L'art. 1 del d.lgs. del 3 agosto 2017, n. 129, ha introdotto l'art. 1, co. 5 -septies-1, t.u.f., il quale sancisce che: «per “esecuzione di ordini per conto dei clienti” si intende la conclusione di accordi di acquisto o di vendita di uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti, compresa la conclusione di accordi per la sottoscrizione o la compravendita di strumenti finanziari emessi da un'impresa di investimento o da una banca al momento della loro emissione». Sulle differenze tra servizio di collocamento e servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti, v. ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., pp. 96 ss.

<sup>10</sup> Nella versione originaria la rubricava dell'articolo contemplava solo i “servizi di investimento”, denominazione adottata per effetto del d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415, in recepimento della direttiva CEE/93/22, e poi trasfusa nel corso della redazione del t.u.f. in sostituzione della nomenclatura presente dell'art. 1, co. 1, l. 1/1991, “attività di intermediazione mobiliare: v. ENRIQUES, *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, in *Riv. soc.*, 1998, pp. 1013 ss. La rubrica dell'articolo è stata modificata con il recepimento nell'ordinamento interno della direttiva MiFID, la quale, seppur criticata in dottrina perché è una «modifica lessicale invero poco elegante», è motivata dall'introduzione nell'elenco delle attività riservate della gestione di sistemi negoziazione: GABRIELLI e LENER, *Servizi e contratti di investimento*, in *Diritto del mercato finanziario: Saggi*, Torino, 2011, p. 69. Similmente, Costi afferma che la nuova definizione di “attività di investimento” si rivela come «un'inutile innovazione terminologica», continuando a fare riferimento nella trattazione del proprio manuale all'espressione di “servizio di investimento”. Cfr. COSTI, *Il mercato*, cit., p. 124.

<sup>11</sup> Dopo la riforma del 2017, l'art. 1, co. 5, t.u.f., recita quanto segue: «per “servizi e attività di investimento” si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari: a) negoziazione per conto proprio; b) esecuzione di ordini per conto dei clienti; c) assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente; c -bis) collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente; d) gestione di portafogli; e) ricezione e trasmissione di ordini; f) consulenza in materia di investimenti; g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione; g -bis) gestione di sistemi organizzati di negoziazione». La recente aggiunta del servizio indicato *sub* lett. g -bis, come le modifiche che nel tempo la norma ha subito, ne confermano la natura c.d. “meramente estensionale”, intesa come la possibilità di poter

c -bis), riscritte con l'ultima riforma al t.u.f. Nell'attuale testo, il servizio di collocamento è descritto come l'«assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente» (lett. c)); oppure come il «collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente» (lett. c -bis)). La modifica è più apparente che reale: l'autorizzazione rilasciata per la prestazione del servizio di sottoscrizione e/o di collocamento con assunzione a fermo, ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, rientra nell'ipotesi *sub* lett. c) dell'impegno irrevocabile<sup>12</sup>; l'autorizzazione per la prestazione del servizio di collocamento senza assunzione a fermo né di garanzia in favore dell'emittente, si ricollega all'ipotesi *sub* lett. c -bis), ossia senza impegno irrevocabile<sup>13 14</sup>.

Nel tentativo di darne un inquadramento, la Consob – in plurime occasioni – ha descritto il servizio di collocamento come un «accordo tra l'emittente (o l'offerente) e l'intermediario collocatore, finalizzato all'offerta al pubblico da parte di quest'ultimo, degli strumenti finanziari emessi, a condizione che il prezzo

---

ampliare le voci presenti, nonostante la tassatività dell'elencazione, giustificata *in primis* nella difficoltà di ricondurre ad unità concettuale tutte le fattispecie catalogate, e *in secundis* nella necessità di arginare l'esercizio dei poteri che ne derivano per la tangenza a valori tutelati costituzionalmente. Infatti, l'art. 18, co. 5, t.u.f. dichiara la competenza del MEF, di concerto con la Consob e la Banca d'Italia, ad ampliare l'elenco con proprio regolamento qualora si proponessero ragioni di aggiornamento con l'evoluzione dei mercati finanziari. L'appellativo di elenco «meramente estensionale» è dovuto a ENRIQUES, *Sub art. 1, co. 5, t.u.f.*, in *Commentario t.u.f. Rabitti Bedogni*, Milano, 1998, pp. 18 ss. Per un commento sull'articolo, seppur non aggiornato all'ultima riforma, cfr. LUPI, *Art. 1, 5 co.; 5 -bis; co. 5 -quater; co. 5 -quinquies; co. 5 -sexies; co. 6*, in *Il Testo Unico della Finanza*, FRATINI e G. GASPARRI, a cura di, Torino, 2012, pp. 45 ss., in particolare sul servizio di collocamento pp. 55 ss.

<sup>12</sup> Cfr. art. 10, co. 8, d. lgs. 3 agosto 2017, n. 129.

<sup>13</sup> Cfr. art. 10, co. 9, d. lgs. 3 agosto 2017, n. 129.

<sup>14</sup> La distinzione nelle tre configurazioni note del collocamento in «sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente» (lett. c)) e in «collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente» (lett. c -bis)), sono state introdotte dopo il recepimento della Dir. 2004/39/CE, c.d. MiFID I. Le tre forme di collocamento sono strutturate sulla falsariga delle forme di distribuzione di *securities* nel mercato finanziario americano, rispettivamente di *firm committent underwriting*, *strict underwriting* – anche nota con gli appellativi di *stan-by* o *old fashioned underwriting* – e *best efforts underwriting*. Nella prima modalità contemplata, collocamento con preventiva sottoscrizione o assunzione a fermo, l'intermediario sottoscrive – «sottoscrizione» – o acquista – «assunzione a fermo» – gli strumenti finanziari con l'impegno di rivenderli a terzi, assumendosi il rischio dell'invenduto. Nella seconda tipologia – «con assunzione di garanzia» – l'intermediario agisce in nome e per conto dell'emittente e garantisce quest'ultimo di acquistarli nel caso in cui non riesca a collocarli. L'ultima ipotesi – «senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia», anche nota come «mero collocamento» – non grava l'intermediario della buona riuscita del collocamento, dovendo questi semplicemente coadiuvare l'emittente nell'operazione di distribuzione. *Ex multis*, ACCETTELLA, *Collocamento di strumenti finanziari (servizio di)*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Torino, 2015.

e (frequentemente) di tempo predeterminate»<sup>15</sup>. La definizione considera solo parzialmente la fattispecie, in quanto si sofferma sul lato del rapporto di mandato che si instaura tra l'intermediario<sup>16</sup> e l'emittente. Non può trascurarsi la relazione che l'intermediario intesse con l'investitore, l'utente finale del servizio per il quale l'emittente si è rivolto all'intermediario<sup>17</sup>. Attenzione che si intensifica soprattutto all'indomani dell'emanazione della direttiva MiFID.

«Il significato del servizio di collocamento si ricava dalle regole di comportamento dettate per l'attività degli intermediari, mentre l'interrogativo sull'essenzialità – o sull'opportunità – del ricorso a questo servizio nelle operazioni di raccolta investe i limiti dell'ordinamento alla libertà di iniziativa economica, ossia il principio della riserva di attività, il divieto di offrire fuori sede ed il regime speciale di responsabilità dei soggetti abilitati»<sup>18</sup>.

La “fase distributiva” degli strumenti finanziari, nel corso del servizio di collocamento, è sottoposta al rispetto, da parte del soggetto autorizzato, degli oneri comportamentali imposti in via generale dall'art. 21 t.u.f., come la

---

<sup>15</sup> *Ex multis*, CONSOB, *Comunicazione* del 9 luglio 1997 n. DAL/97006042, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/97006042.pdf/2c920a72-fd0c-44a4-81f1-8c17a1ef7a2c>. Cfr., CONSOB, *Comunicazione* del 19 ottobre 2001 n. DIN/1079230, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/c1079230.pdf/095d19bd-03e6-4216-9b26-d6519e1cc0c5>; CONSOB, *Comunicazione* del 21 giugno 2001 n. DIN/1049452, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/c1049452.pdf/163535f4-5845-407e-9981-7cbde65a64aa>. Prima dell'entrata in vigore del d.lgs. 58/1998, Carbonetti scrive che il servizio di collocamento consiste: «(nel)l'offerta in vendita per proprio conto di titoli che l'intermediario ha sottoscritto o acquistato a “fermo” ovvero nell'offerta in sottoscrizione o in vendita di titoli per conto dell'emittente o del proprietario, con eventuale prestazione, in questo secondo caso, di garanzia di buon fine dell'operazione». V., CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, p. 107. Tra le definizioni accreditate in dottrina, il servizio di collocamento è «l'attività diretta a far acquistare ai risparmiatori nuovi titoli (offerta in sottoscrizione) o titoli già emessi (offerta di acquisto) per conto di un emittente o di un potenziale venditore attraverso la loro distribuzione; il collocamento può essere preceduto dalla sottoscrizione o dall'acquisto da parte del collocatore (e in tal caso la sua attività sarà nella sostanza quelle del *dealer*); ma può anche non esserlo, nel qual caso, per altro, il collocatore (*broker*) potrà anche assumere la garanzia, nei confronti dell'emittente, di acquistare la parte di titoli che non potesse essere collocata»: cfr. COSTI, *Il mercato*, cit., 125.

<sup>16</sup> Sull'elaborazione normativa del concetto di “intermediazione finanziaria” e l'introduzione delle società di intermediazione mobiliare (SIM), CERA, *Le società d'intermediazione mobiliare*, in *Tratt. soc. per az.*, diretto da Colombo e Portale, Torino, 1993, 10 \*, pp. 3 ss.

<sup>17</sup> ACCETTELLA, *Collocamento*, cit. Sottolinea l'A che «le conseguenze di un simile assunto [...] risiedono nella necessità di affrancarsi da una prospettiva che consideri l'attività dell'intermediario-collocatore come orientata alla soddisfazione esclusiva dell'interesse dell'investitore, applicando cioè il paradigma della relazione di *agency* tra l'investitore (*principal*) e l'intermediario (*agent*)».

<sup>18</sup> MOSCA, *Collocamento*, cit., p. 648.

predisposizione di una congrua *policy* interna in tema di gestione dei conflitti di interesse<sup>19</sup>. Sotto l'aspetto prettamente procedurale, la protezione degli investitori passa attraverso le regole di adeguatezza e appropriatezza<sup>20</sup>.

La regola di adeguatezza è propedeutica al servizio di gestione individuale di portafogli e di consulenza in materia di investimenti, ossia i due servizi per i quali la scelta di investimento è raccomandata dall'intermediario, anziché dall'investitore<sup>21</sup>. La verifica dell'intermediario, al fine di comprovare la capacità di tollerare il rischio e di sostenere le perdite che ne derivano, si fonda sulle informazioni che il cliente fornisce in merito «a. alla conoscenza ed esperienza in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di strumento o di servizio; b. alla situazione finanziaria, inclusa la capacità di sostenere le perdite; c. agli obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio»<sup>22</sup>. La funzione assistenziale della

---

<sup>19</sup> Le regole di condotta dell'art. 21 t.u.f. sono specificate a livello regolamentare dall'art. 36 del Reg. Consob n. 20307/2018. V., SANTARPIA, *Intermediazione finanziaria – «il danno da informazione inesatte nella prestazione dei servizi di investimento»*, nota a Cass. Civ., Sez. I, Ord. 16 febbraio 2018, n. 3914 e Cass. Civ., Sez. I, Ord. 20 marzo 2018, n. 6920, in *Nuova giur. civ.*, 2018, 1006 ss.

<sup>20</sup> In dottrina sono state definite come regole a portata "caratterizzante". «La funzione *caratterizzante* di queste regole risiede in ciò che esse rappresentano i momenti maggiormente qualificanti della condotta degli intermediari, ossia quelli sui quali si misura, in primo luogo e innanzitutto, il rispetto da parte dei soggetti abilitati dei principi generali richiamati dall'art. 21 TUF. La MiFID interviene, in questo ambito, introducendo novità di grande rilievo: oltre alla ridefinizione del contenuto e della portata della regola di "adeguatezza", viene completamente rivista la regola in tema di *best execution* e si assiste all'introduzione di una nuova disciplina in tema di "appropriatezza"»: cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., p. 140.

<sup>21</sup> In dottrina, sulla regola di adeguatezza: CIVALE, *Forma e contenuto nella valutazione di adeguatezza*, nota a Cass. Civ., Sez. I, 6 giugno 2016, n. 11578, in *Società*, 2017, pp. 196 ss.; ROSSI, *Benchmark e responsabilità dell'intermediario nella gestione del portafoglio*, in *Giur. comm.*, 2017, pp. 945 ss.; DELFINI, *Valutazione di adeguatezza ex art. 40 Regol. Intermed., obbligazioni strutturate e derivati di credito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, pp. 296 ss.; LENER e LUCANTONI, *Regole di condotta nella regolazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, pp. 369 ss.; ROSSI, *Informazione nel mercato finanziario*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Torino, 2012; VITERBO, *Consulenza in materia di investimenti (servizio ed attività di)*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Torino, 2012; LENER, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, D'APICE, a cura di, 2010, pp. 351 ss.; CALLEGARO, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID*, in *Riv. dir. banc.*, disponibile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/rivista/regole-di-condotta-e-tutele-degli-investitori/orientamenti-requisiti-adequatezza-direttiva-mifid>.; SANGIOVANNI, *L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la Mifid*, in *Corr. giur.*, 2010, p. 1385; SANGIOVANNI, *Informazione sull'adeguatezza dell'operazione finanziaria e dovere di astenersi*, nota a Trib. Bologna, sez. II, 2 marzo 2009, n. 1161, in *Corr. giur.*, 2009, pp. 1255 ss.

<sup>22</sup> La pervasività della regola pone l'onere in capo all'intermediario di tenuta e di aggiornamento delle informazioni relative al cliente, come anche confermato, a livello comunitario, negli orientamenti emanati dell'ESMA. Cfr. ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di*

regola si muove sul profilo dell'informazione e della *disclosure*: un giudizio negativo sull'adeguatezza dell'investimento rispetto al profilo tracciato dell'investitore è impeditivo all'istruzione dell'operazione di investimento. La relativa base normativa, attualmente, poggia sul combinato degli artt. 40<sup>23</sup> e 41<sup>24</sup> del nuovo Regolamento Intermediari, adottato dalla Consob con delibera del 15 febbraio 2018, n. 20307, e sui richiami – ivi indicati – alla legislazione comunitaria, *rectius* Regolamento UE 2017/565<sup>25</sup>.

---

*adeguatezza della direttiva Mifid*, 25 giugno 2012, disponibile all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/document/orientamenti-su-alcuni-aspetti-dei-requisiti-di-adeguatezza-della-direttiva-mifid>. A livello nazionale, v. CONSOB, *Comunicazione* del 25 ottobre 2012 n. DIN/12084516,, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/c12084516.pdf/9315a303-5175-4a28-b0b5-c2a53f9685e7>.

<sup>23</sup> Cfr. art. 40, Reg. Interm., “*Principi Generali*”.

<sup>24</sup> Cfr. art. 41, Reg. Interm., “*Dichiarazione di adeguatezza nel servizio di consulenza in materia di investimenti*”, che recita: «Gli intermediari che prestano il servizio di consulenza in materia di investimenti forniscono ai clienti al dettaglio, su supporto durevole, prima che la transazione sia effettuata, una dichiarazione di adeguatezza che specifichi la consulenza prestata e indichi perché corrisponda alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente. Qualora, ai fini dell'effettuazione della transazione, venga utilizzato un mezzo di comunicazione a distanza che impedisce la previa consegna della dichiarazione di adeguatezza di cui al comma 1, quest'ultima può essere fornita al cliente, su supporto durevole, senza ingiustificati ritardi, subito dopo la conclusione della transazione, a condizione che: a) il cliente abbia prestato il proprio consenso; e b) l'intermediario abbia dato al cliente la possibilità di ritardare l'esecuzione della transazione al fine di ricevere preventivamente la dichiarazione di adeguatezza. Gli intermediari di cui all'articolo 35, comma 1, lettera b), applicano l'articolo 54, paragrafo 12, del regolamento (UE) 2017/565».

<sup>25</sup> Il passaggio dal “vecchio” – Reg. Interm. n. 16190/2007 - al “nuovo” Reg. Intermediari, non ha scalfito la portata della regola di adeguatezza. Nel previgente testo, la materia si costruiva dal combinato degli artt. 39 e 40, norme prolisse se raffrontate alla sinteticità del testo degli articoli 40 e 41 nella riedizione del regolamento. Infatti la precedente “completezza” della disciplina non viene persa grazie ai rimandi effettuati alla legislazione comunitaria dettata dal Regolamento UE 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016, “che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva”. L'attuale art. 40, co. 2, dispone che vengano applicati gli artt. 54, par. 1, 11 e 13, e 55 del relativo regolamento. Procedendo secondo l'ordine dato, l'art. 54, par. 1, prevede che: «le imprese di investimento non creano ambiguità o confusione riguardo alle loro responsabilità nel processo di valutazione dell'idoneità di servizi di investimento o strumenti finanziari conformemente all'articolo 25, paragrafo 2, della direttiva 2014/65/UE. Nel valutare l'idoneità, l'impresa informa i clienti o potenziali clienti, in maniera chiara e semplice, del fatto che la valutazione è condotta per consentire all'impresa di agire secondo il migliore interesse del cliente. Quando i servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione del portafoglio sono prestati totalmente o in parte attraverso un sistema automatizzato o semiautomatizzato, la responsabilità di eseguire la valutazione dell'idoneità compete all'impresa di investimento che presta il servizio e non è ridotta dal fatto di utilizzare un sistema elettronico per formulare la raccomandazione personalizzata o la decisione di negoziazione». Poi, il paragrafo 11, corrente articolo, prevede che: «Quando prestano servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione del portafoglio che comportano dei cambiamenti negli investimenti, mediante la vendita di uno strumento e l'acquisto di un altro o mediante l'esercizio del diritto di apportare una modifica a uno strumento esistente, le imprese di investimento raccolgono le necessarie informazioni sugli

Presa meno incisiva ha invece la regola di appropriatezza. Detta regola è alla base dei restanti servizi di investimento – ivi compreso il servizio di collocamento – la

---

investimenti esistenti del cliente e sui nuovi investimenti raccomandati e effettuano un'analisi dei costi e benefici del cambiamento, in modo tale da essere ragionevolmente in grado di dimostrare che i benefici del cambiamento sono maggiori dei relativi costi». Ed il paragrafo 13, invece: «Le imprese di investimento che forniscono una valutazione periodica dell'idoneità riesaminano almeno una volta all'anno, al fine di migliorare il servizio, l'idoneità delle raccomandazioni fornite. La frequenza di tale valutazione è incrementata sulla base del profilo di rischio del cliente e del tipo di strumenti finanziari raccomandati». L'art. 55, rubricato "*Disposizioni comuni per la valutazione dell'idoneità e dell'adeguatezza*", sancisce che: «Le imprese di investimento assicurano che le informazioni riguardanti le conoscenze e le esperienze del cliente o potenziale cliente nel settore degli investimenti includano i seguenti elementi, nella misura in cui siano appropriati vista la natura del cliente, la natura e la consistenza del servizio da fornire e il tipo di prodotto od operazione previsti, tra cui la complessità e i rischi connessi: a) i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza; b) la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale sono state eseguite; c) il livello di istruzione e la professione o, se pertinente, l'ex professione del cliente o del potenziale cliente. Un'impresa di investimento non scoraggia un cliente o potenziale cliente dal fornire le informazioni richieste ai fini dell'articolo 25, paragrafi 2 e 3, della direttiva 2014/65/UE. L'impresa di investimento può legittimamente fare affidamento sulle informazioni fornite dai clienti o potenziali clienti, a meno che non sia al corrente, o in condizione di esserlo, che esse sono manifestamente superate, inesatte o incomplete». L'art. 41, Reg. Interm., al comma 3, richiama la previsione del paragrafo 12, dell'art. 54 del Reg. UE 2017/565, il quale riporta quanto segue: «Quando prestano una consulenza in materia di investimenti, le imprese di investimento presentano al cliente al dettaglio una relazione che comprende una descrizione generale della consulenza prestata e del modo in cui la raccomandazione fornita sia idonea per il cliente al dettaglio, inclusa una spiegazione di come risponda agli obiettivi e alle circostanze personali del cliente in riferimento alla durata dell'investimento richiesta, alle conoscenze ed esperienze del cliente e alla sua propensione al rischio e capacità di sostenere perdite. Le imprese di investimento pongono all'attenzione dei clienti e includono nella relazione sull'idoneità informazioni sulla probabilità che i servizi o gli strumenti raccomandati comportino per il cliente al dettaglio la necessità di chiedere una revisione periodica delle relative disposizioni. Quando un'impresa di investimento presta un servizio che comporta valutazioni e relazioni periodiche sull'idoneità, le relazioni successive alla definizione iniziale del servizio possono interessare solo le modifiche intervenute nei servizi o strumenti in questione e/o nelle circostanze del cliente e non necessariamente devono ripetere tutti i dettagli della prima relazione». Inoltre, tra le novità presenti, gli articoli 40 e 41 del "nuovo" Reg. Interm. fanno riferimento agli intermediari indicati ex art. 35, co. 1, lett. b), stesso testo: ««intermediari autorizzati» o «intermediari»: le SIM, ivi comprese le società di cui all'articolo 60, comma 4, del decreto legislativo n. 415 del 1996, le banche italiane autorizzate alla prestazione di servizi e di attività di investimento, le società di gestione del risparmio autorizzate alla prestazione del servizio di gestione di portafogli, del servizio di consulenza in materia di investimenti e del servizio di ricezione e trasmissione di ordini, le società di gestione UE che prestano in Italia, mediante stabilimento di succursale, il servizio di gestione di portafogli e il servizio di consulenza in materia di investimenti, i GEFIA UE con succursale in Italia, che prestano il servizio di gestione di portafogli, il servizio di consulenza in materia di investimenti e il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, le imprese di investimento e le banche UE con succursale in Italia, nonché le imprese di paesi terzi autorizzate in Italia alla prestazione di servizi e di attività di investimento. Per «intermediari autorizzati» o «intermediari» si intendono, altresì, gli agenti di cambio, gli intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'articolo 106 del TUB, la società Poste Italiane – Divisione Servizi di Banco Posta autorizzata ai sensi dell'articolo 2 del decreto del Presidente della Repubblica n. 144 del 14 marzo 2001, limitatamente alla prestazione di servizi e attività di investimento a cui sono autorizzati».

quale obbliga l'intermediario a verificare che il cliente, rispetto al servizio per il quale è fatta richiesta, abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il relativo servizio di investimento comporta<sup>26</sup>. L'accertamento di appropriatezza non vaglia gli obiettivi e il peso del correlato rischio finanziario: infatti un'eventuale responso negativo non ha valore di veto sull'accesso al servizio<sup>27</sup>, ma è un riscontro di reciproca consapevolezza tra le parti coinvolte, intermediario ed investitore<sup>28</sup>.

---

<sup>26</sup> Nell'attuale Reg. Interm., la disciplina della regola dell'appropriatezza è raccolta nel solo art. 42. Come per il caso dell'adeguatezza, la materia si disloca tra il piano della disciplina regolamentare e della disciplina comunitaria: l'art. 42, co. 4, prevede che per gli intermediari *ex* art. 35, co. 1, lett. b), Reg. Interm., siano applicate le disposizioni degli artt. 55 e 56 del Reg. UE 2017/565. La prima delle due norme è in comune con la regola dell'adeguatezza. La novità è significativa, in quanto vengono estesi anche al campo dell'appropriatezza criteri di valutazione, prima propri della sola adeguatezza: l'inasprimento del processo di appropriatezza è diretto ad innalzare le istanze di garanzia per l'investitore. L'art. 56, rubricato "*Valutazione dell'adeguatezza e obblighi in materia di registrazioni connessi*", dispone che: «Nel valutare se un servizio di investimento di cui all'articolo 25, paragrafo 3, della direttiva 2014/65/UE sia appropriato per un cliente, le imprese di investimento determinano se questi abbia il livello di esperienze e conoscenze necessario per comprendere i rischi connessi al prodotto o servizio di investimento offerto o richiesto. Un'impresa di investimento può legittimamente presumere che un cliente professionale abbia il livello di esperienze e conoscenze necessario per comprendere i rischi connessi ai determinati servizi di investimento od operazioni o ai tipi di operazioni o prodotti per i quali il cliente è classificato come cliente professionale. Le imprese di investimento mantengono registrazioni delle valutazioni dell'adeguatezza condotte includendovi i seguenti elementi: a) il risultato della valutazione dell'adeguatezza; b) l'eventuale avviso dato al cliente qualora il servizio di investimento o l'acquisto di un prodotto fosse stato valutato come potenzialmente inadeguato per il cliente, indicando se il cliente ha chiesto di procedere con l'operazione nonostante l'avviso e, ove applicabile, se l'impresa ha accettato la richiesta del cliente di procedere con l'operazione; c) l'eventuale avviso dato al cliente qualora il cliente non avesse fornito informazioni sufficienti a consentire all'impresa di effettuare la valutazione dell'adeguatezza, indicando se il cliente ha chiesto di procedere con l'operazione nonostante l'avviso e, ove applicabile, se l'impresa ha accettato la richiesta del cliente di procedere con l'operazione». L'articolo non si discosta, in via sostanziale, dai crismi delle previsioni degli artt. 41 e 42 del vecchio Reg. Interm., anche la formulazione letterale non è priva di ambiguità: l'art. 42, vigente Reg. Interm., sull'appropriatezza, richiama espressamente l'art. 56 del Reg. UE 2017/565, nella quale rubrica compare la parola "adeguatezza"; poi nel corpo del primo comma, il riferimento è all'appropriatezza, ma nuovamente, nel comma 2, sono presenti riferimenti alla regola di adeguatezza (per tre volte compare la parola "adeguatezza"; e alla lett. b) invece spicca "inadeguato").

<sup>27</sup> Cfr. art. 42, co. 2 e 3, Reg. Interm. n. 20307/2018: «Qualora gli intermediari ritengano, ai sensi del comma 1, che lo strumento o il servizio non sia appropriato per il cliente o potenziale cliente, lo avvertono di tale situazione. L'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato. Qualora il cliente o potenziale cliente scelga di non fornire le informazioni di cui al comma 1, o qualora tali informazioni non siano sufficienti, gli intermediari avvertono il cliente o potenziale cliente che tali circostanze impediranno loro di determinare se il servizio o lo strumento sia per lui appropriato. L'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato».

<sup>28</sup> Bisogna dare conto dell'esistenza di una terza regola valida per i servizi "*execution only*". La regola, enunciata dall'art. 43, "*Mera esecuzione o ricezione di ordini*", del Reg. Interm. n. 20397/29018 (anche nel precedente testo era prevista dallo stesso articolo), non richiede all'intermediario di effettuare valutazioni o ottenere informazioni, bensì di provvedere all'esecuzione degli ordini trasmessi dagli investitori, a condizione che: «a) i suddetti servizi sono connessi a uno dei seguenti strumenti finanziari non complessi: 1) azioni ammesse alla



Ebbene, il servizio di collocamento vede l'intermediario finanziario coinvolto in due distinti rapporti contrattuali, tra loro in stretta contiguità. A monte il contratto con l'emittente <sup>29</sup>, che influenza la relazione a valle con l'investitore <sup>30</sup>.

Ma servizio di collocamento ed offerta al pubblico non vivono in un binomio indissolubile. Una prima riprova: i richiami all'istituto del collocamento, sia nella definizione dell'offerta al pubblico – art. 1, co. 1. lett. t), t.u.f. – sia nell'ambito della responsabilità da prospetto <sup>31</sup> – art. 94, co. 9, t.u.f. – sono più una presa di

---

negoiazione in un mercato regolamentato, o in un mercato equivalente di un paese terzo, o in un sistema multilaterale di negoziazione, ad esclusione delle azioni di OICR diversi dagli OICVM e delle azioni che incorporano uno strumento derivato; 2) obbligazioni o altre forme di debito cartolarizzato, ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, o in un mercato equivalente di un paese terzo, o in un sistema multilaterale di negoziazione, ad esclusione di quelle che incorporano uno strumento derivato o una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio associato; 3) strumenti del mercato monetario, ad esclusione di quelli che incorporano uno strumento derivato o una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio associato; 4) azioni o quote di OICVM, ad esclusione degli OICVM strutturati di cui all'articolo 36, paragrafo 1, comma 2, del regolamento (UE) n. 583/2010; 5) depositi strutturati, ad esclusione di quelli che incorporano una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio del rendimento o il costo associato all'uscita dal prodotto prima della scadenza; 6) altri strumenti finanziari non complessi, che soddisfano i criteri specificati dall'articolo 57 del regolamento (UE) 2017/565; b) il servizio è prestato a iniziativa del cliente o potenziale cliente; c) il cliente o potenziale cliente è stato chiaramente informato che, nel prestare tale servizio, l'intermediario non è tenuto a valutare l'appropriatezza e che pertanto l'investitore non beneficia della protezione offerta dalle relative disposizioni. L'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato; d) l'intermediario rispetta gli obblighi in materia di conflitti di interesse». In un documento pubblicato in data 4 febbraio 2016, L'Esma ha statuito che i titoli passibili al *bail in* hanno natura di «*debt instruments incorporating a structure making it difficult for the client to understand the risk*», quindi non saranno più oggetto della regola di valutazione di *execution only*, ma della più incisiva regola di adeguatezza. ESMA, *Guidelines on complex debt instruments and structured deposits*, 2015, disponibile all'indirizzo [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1787\\_-\\_guidelines\\_on\\_complex\\_debt\\_instruments\\_and\\_structured\\_deposits.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1787_-_guidelines_on_complex_debt_instruments_and_structured_deposits.pdf).

In dottrina, v. SANDEI, *Il bail-in tra diritto dell'insolvenza e diritto dell'impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 2017, 880 ss. Sulla regola *execution only*, in dottrina: FALCONIERI, *Execution only; obblighi di informazione e di adeguatezza anche se l'investitore si dichiara esperto*, in *IlSocietario.it*, 2018; DE POLI, *Esecuzione di ordine per conto del cliente e informazione contrattuale*, nota a Cass. Civ., Sez. I, 22 febbraio 2017, n. 4602, in *Società*, 2017, pp. 709 ss.; SANTORO, *Crisi bancarie, ruolo dell'informazione e protezione del cliente*, in *Dir. banc.*, 2015, pp. 541 ss.; MAGGIOLO, *Servizio di consulenza in materia di investimenti vs. servizio di ricezione e trasmissione di ordini*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, pp. 491 ss.; NATOLI, *Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto di "risparmio"*, in *Contr.*, 2010, pp. 67 ss.

<sup>29</sup> MAGGIOLO, *Servizi ed Attività di investimento. Prestatori e prestazioni*, in *Tratt. dir. civ. comm.*, già diretto da Cicu, Messineo, Mengoni e continuato da Schlesinger, Milano, 2012, p. 251.

<sup>30</sup> In dottrina, c'è chi ha distinto tra "contratto per il servizio di collocamento", stipulato tra emittente ed intermediario, e "contratto di collocamento" che invece disciplina il rapporto tra intermediario e cliente sottoscrittore. Cfr. ROPPO, *Sui contratti*, cit., 502. In giurisprudenza v. Cass. Civ., Ss. Uu., 3 giugno 2013, n. 13905, con nota di LA ROCCA, *Il «collocamento» di prodotti finanziari tra Cassazione e legislatore «del fare»: brevi notazioni*, in *Foro it.*, 2013, I, p. 3493.

<sup>31</sup> Nella prassi, il servizio di collocamento non è curato da un unico intermediario finanziario, bensì da plurimi intermediari, che con ruoli diversi, si coordinano nella gestione delle diverse fasi

coscienza, a livello normativo, di come i due fenomeni nella prassi siano adiacenti e spesso contestuali, ma non certo indissolubili. La relazione di necessarietà è altresì negata dal principio della riserva di attività, ex art. 18 t.u.f.: nella prestazione del servizio di collocamento: «nemmeno la riserva di attività dell'art. 18, comma 1, t.u.f., che istituisce un principio fondamentale e inderogabile per l'ordinamento del mercato finanziario, costituisce un ostacolo – o, almeno, non un ostacolo assoluto – all'asserita indipendenza degli emittenti nello svolgimento in modo autonomo, di operazioni di raccolta tra il pubblico. A ben vedere, la riserva di attività, ossia l'esclusività dei soggetti abilitati nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento, richiede la sussistenza, concomitante, di due requisiti. Essendo l'esercizio professionale (primo requisito)<sup>32</sup> nei confronti del pubblico (secondo requisito) ad essere riservato a banche e imprese di investimento, si ricava a contrario, che in assenza dell'uno o dell'altro requisito tali servizi e attività possano essere prestati liberamente»<sup>33</sup>.

---

dell'offerta al pubblico: la struttura organizzativa assume la forma giuridica di un vero e proprio consorzio c.d. di collocamento, al cui apice si colloca un intermediario responsabile dell'operazione, c.d. *lead manager*. Sul piano normativo, l'assetto consortile trova sostrato nella lettera dell'art. 93-bis, co. 1, lett. e), t.u.f., il quale nel riportare la definizione di "responsabile del collocamento", afferma che è tale «il soggetto che organizza e costituisce il consorzio di collocamento, il coordinatore del collocamento o il collocatore unico». Invero manca nel t.u.f. un inquadramento normativo sulla fattispecie del consorzio di collocamento, ponendo problemi sul riparto di responsabilità della gestione collettiva del servizio di collocamento. Ai sensi dell'art. 94, co. 9, t.u.f. risponde a titolo di responsabilità da prospetto il responsabile del collocamento, il quale è la diretta parte contrattuale dell'emittente in forza della conclusione del contratto di collocamento. I consorziati non vanno esenti da responsabilità, ma è gradata in base al ruolo svolto nel procedimento, in quanto seppur non rispondono in termini di responsabilità contrattuale, i generali obblighi di correttezza e diligenza che sono imposti dalla materia finanziaria ex art 21 t.u.f. – rafforzati a livello regolamentare dall'art. 34 -*sexies* Reg. Em. – impongono l'applicazione dei principi di correttezza ai soggetti indicati ai sensi dell'art. 95, co. 2., t.u.f.: «La Consob individua con regolamento le norme di correttezza che sono tenuti a osservare l'emittente, l'offerente e chi colloca i prodotti finanziari nonché coloro che si trovano in rapporto di controllo o di collegamento con tali soggetti». Cfr. SANGIOVANNI, *La nuova responsabilità da prospetto nell'art. 94 TUF*, in *Giur. mer.*, 2010, pp. 88 ss. V. altresì, ANELLI, *La responsabilità da prospetto fra novità legislative e sentenze della Suprema Corte*, in *Società*, 2011, pp. 411 ss.; SANGIOVANNI, *Prospetto informativo e responsabilità civile secondo la Cassazione*, in *Corr. giur.*, 2011, pp. 359 ss.

<sup>32</sup> Il requisito della professionalità degli intermediari finanziari non si discosta dall'interpretazione data al concetto di professionalità relativo alla figura codicistica dell'imprenditore. Ne consegue che anche in ambito finanziario, un'unica operazione risponda al concetto di professionalità, se il relativo compimento richiede lo svolgimento di plurime e complesse attività. Sul concetto di professionalità nel diritto dell'impresa, CAMPOBASSO M., *Diritto commerciale. Diritto dell'impresa*<sup>7</sup>, Milano, 2013, 1, p. 32. Sulla professionalità degli intermediari finanziari, v. MAGGIOLÒ, *Servizi ed attività*, cit., pp 45 ss.

<sup>33</sup> MOSCA, *Collocamento*, cit.

Dunque la riserva di attività non rappresenta un “ostacolo insormontabile” all’ipotesi che l’offerta al pubblico avvenga senza la presenza dell’intermediario.

In questa maniera, hanno trovato spazio nel nostro ordinamento forme di collocamento privato – le operazioni c.d. di *self* o *private placement*<sup>34</sup> – nelle quali si rinuncia alla presenza dell’intermediario collocatore<sup>35</sup>, e dunque la promozione dell’offerta di investimento è gestita direttamente dall’emittente. L’unico vincolo è nella riserva di sottoscrizione: legittimati sono i clienti professionali, ossia soggetti su cui ricade una presunzione positiva di competenza finanziaria, rispetto ai quali non occorre procedere al *test* di appropriatezza.

La presenza dell’intermediario finanziario non è del tutto soppressa. Infatti, l’unico modo per l’emittente di individuare chi siano i clienti professionali è tramite la comunicazione dell’intermediario finanziario della classificazione tenuta sulla profilatura della clientela (art. 34 -*ter*, co. 1, lett. b), Reg. Em.)<sup>36</sup>.

---

<sup>34</sup> «Si può quindi definire *Private Placement* il complesso di operazioni attraverso cui emittenti sia privati che pubblici (Comuni, Province, Regioni ed altri enti pubblici) offrono strumenti finanziari di nuova emissione che vengono collocati presso un numero limitato di destinatari internazionali (investitori istituzionali come fondi comuni, banche e intermediari finanziari italiani e esteri, società fiduciarie oppure privati di elevato standing)». Gli strumenti finanziari che possono essere collocati attraverso il *private placement* possono avere sia la forma di *debt* che di *equity*, con la formazione di un vero e proprio mercato privato, c.d. *investor driven*. Generalmente il ricorso è durante la fase di costituzione di una società (v. il caso della costituzione per pubblica sottoscrizione), o in caso di operazioni di aumento del capitale sociale mediante l’attribuzione del diritto di opzione nelle società non quotate. cfr. BORSA ITALIANA, *Formazione sotto la lente - Private Placement*, 14 settembre 2012, disponibile all’indirizzo <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/privateplacement206.htm>. In dottrina: SUPINO, *Individuazione di «fonti alternative di finanziamento» per le PMI nelle previsioni della Capital Market Union*, in *Contr.e impr.*, 2016, pp. 933 ss.; DALMARTELLO, *Private placement e circolazione di strumenti finanziari*, Milano, 2013; VIGLIONE, *Circolazione di prodotti finanziari privi di prospetto: nuove forme di tutela del risparmio*, in *Nuove leggi civ.*, 2008, pp. 1 ss.

<sup>35</sup> Sull’autonomia tra la disciplina del servizio di collocamento e della sollecitazione all’investimento, cfr. ANNUNZIATA, Sub. art. 94 t.u.f., in *La disciplina delle società quotate. Comm. Bianchi - Marchetti*, Milano, 1999, I, pp. 84 ss. L’A. afferma che: «l’esistenza di un accordo tra emittente e collocatore non è elemento qualificante la definizione di sollecitazione all’investimento: in altri termini, si può avere sollecitazione all’investimento anche se non esiste tale accordo. Così, ad esempio, è sollecitazione all’investimento anche l’offerta effettuata direttamente da un emittente, senza l’intervento di intermediari collocatori. Più in generale, è poi opportuno ricordare che le due discipline divergono già a monte, per quanto attiene alla natura pubblica delle operazioni che sono chiamate a regolare. Ancora, e più precisamente, la nozione di “pubblico” non coincide nelle due discipline: ad esempio, un’offerta che si indirizzi esclusivamente ad investitori istituzionali non dà luogo ad una sollecitazione all’investimento, ma integra senz’altro (purché svolta professionalmente) gli estremi della prestazione del servizio di collocamento».

<sup>36</sup> Il limite soggettivo ha riscontro nell’impostazione normativa dell’offerta fuori sede, che per quanto interessa, è la «promozione e il collocamento presso il pubblico: a) di strumenti finanziari

L'offerta di strumenti finanziari tramite portali di *equity based crowdfunding* occupa una posizione peculiare nella sistematica delle operazioni di offerta al pubblico, dato che si pone in termini di discontinuità con la fattispecie del servizio di collocamento<sup>37</sup>, mentre rispetto alle operazioni di “piazzamento privato” supera il limite della tipologia dei clienti investitori. Gli investitori chiamati all'offerta tramite portali sono gli investitori *retail*, la massa diffusa dei piccoli risparmiatori. Al pari del *private placement*, l'offerta di strumenti finanziari tramite *crowdfunding* è una forma disintermediata, volta ad incentivare il contatto diretto tra le controparti dell'investimento, con la conseguenza che la responsabilità, soprattutto informativa, grava per intero sull'emittente. Ma, in

---

in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento» (art. 30, co. 1, lett a), t.u.f.). Destinatario dell'operazione è l'investitore cliente al dettaglio ed indispensabile è l'ausilio di un intermediario abilitato al servizio di collocamento, ovvero di una Sgr, società di gestione UE, Sicav, Sicaf, GEFIA UE e non UE, limitatamente alle quote o azioni di Oicr (art. 30, co. 3, lett. a) – b): la *ratio* è la protezione dell'investitore – “*nouveaux faibles*” – dal c.d. rischio dell'effetto sorpresa, ossia di garantirlo anche in costanza di offerte irrualmente svolte in locali non destinati alle operazioni di investimento. La legge dunque non vieta che l'emittente possa gestire *ex sé* l'offerta senza la presenza di un intermediario all'uopo abilitato, purché si svolga nel contesto della propria sede legale o di una dipendenza, *ex art. 2, co. 1, lett. h)*, Reg. Interm. Esula dalla fattispecie dell'offerta fuori sede, l'offerta destinata ai clienti professionali degli artt. 6, co. 2 - *quinquies* e co. 2 - *sexies*, t.u.f., come previsto ai sensi dell'art. 30, co. 2, lett. a), t.u.f. In quest'ultimo caso, l'emittente oltre a poter locare l'offerta senza la pressione di vincoli, è dispensato dall'onere di redigere il prospetto informativo: *cfr. art. 100, co. 1, lett. a)*, t.u.f. da leggere in combinato disposto con l'art. 34 -*ter*, co. 1, lett. b), Reg. Em. Sulla disciplina dell'offerta fuori sede: MAGGIOLÒ, *Servizi ed attività*, cit., pp. 305 ss.; ACCETTELLA, *Sui contratti di collocamento di strumenti finanziari conclusi fuori sede ex art. 30, comma 6, t.u.f.*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, pp. 343 ss, nota a Corte App. Milano 24 giugno 2010 e Corte App. Milano 28 febbraio 2011; RUSSO, *Sub. artt. 30,31 e 32 t.u.f.*, in *Commentario t.u.f.*, VELLA, a cura di, Torino, 2012, I, pp. 345 ss.; LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente “non qualificato” nel mercato finanziario*, Milano, 1996, p. 87.

La riforma del 2017 al t.u.f., ha inserito, nella materia dell'offerta fuori sede, l'art. 30 -*bis* t.u.f., “*Modalità di prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti da parte dei consulenti finanziari autonomi e delle società di consulenza finanziaria*”, in forza del quale sono legittimati a prestare l'attività di consulenza fuori sede anche i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria. Per un primo commento, v. DI CIOMMO, *MiFID 2, d.leg. n. 129 del 2017 e prestazione fuori sede dell'attività di consulenza in materia di investimenti finanziari da parte di consulenti autonomi e società di consulenza*, in *Foro it.*, 2018, V, pp. 183 ss.

<sup>37</sup> «Il significato del servizio di collocamento si ricava dalle regole di comportamento dettate per l'attività degli intermediari, mentre l'interrogativo sull'essenzialità – sull'opportunità – del ricorso a questo servizio nelle operazioni di raccolta investe i limiti dell'ordinamento alla libertà di iniziativa economica, ossia il principio di riserva di attività, il divieto di offrire fuori sede e il regime speciale di responsabilità dei soggetti abilitati. La combinazione di questi profili rivela momenti di rottura della connessione tra offerta al pubblico e collocamento nei quali si riscontra un arretramento del ruolo degli intermediari. In alcuni casi, questa dissociazione trova motivazioni legate alle caratteristiche delle operazioni specifiche (*private placement, self placement*, costituzione per pubblica sottoscrizione e aumenti di capitale in opzione), in altri, in un corpo di norme ad hoc (come nel *crowdfunding*)»: *cfr. MOSCA, Collocamento*, cit., pp. 648 ss.

quanto aperta anche ai piccoli risparmiatori, la presenza del portale di *equity crowdfunding* è necessaria quanto imprescindibile.

Rispetto al servizio di collocamento la distanza si misura *in primis* sul dato letterale.

Il Decreto Sviluppo 2.0 ha inserito l'art. 1, co. 5 *-novies*, t.u.f. il quale, al netto delle modifiche nel corso del tempo avvenute, riporta la definizione di “portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali”, ove per tale si intende come «una piattaforma *on line* che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129, delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese». Manca nel nostro ordinamento una norma che sintetizzi al suo interno l'*equity crowdfunding*, ed il fenomeno deve essere compreso attraverso la lettura sistematica della disciplina <sup>38</sup>; anche del servizio di collocamento manca una definizione, ma l'art. 1, co. 5, lett. c) e c *-bis*), ne categorizza le modalità di esercizio.

La differenza principale è l'esenzione dal regime del prospetto informativo per le offerte di strumenti finanziari tramite portali. L'*equity crowdfunding* si attesta come un canale alternativo per la raccolta del capitale di rischio, dotato di uno statuto normativo autonomo: i portali deviano dalle regole generali indicate per la prestazione dei servizi e le attività di investimento, seppur la definizione è topograficamente prossima a questi.

---

<sup>38</sup> Il servizio dell'offerta di strumenti finanziari tramite portali echeggia i sistemi di *trading on line*, c.d. Tol, anche se le due fattispecie non sono sovrapponibili. La Consob descrive il *trading on line* come il fenomeno «consistente nell'utilizzo di Internet quale canale di contatto con la clientela per l'esecuzione dei servizi di negoziazione per conto terzi e di ricezione e trasmissione di ordini». Cfr. CONSOB, *Comunicazione* del 21 aprile 2000 n. DI/30396, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/30396.pdf/0015ff03-1aeb-4220-af22-9635feb4eade>. In dottrina, v. TORINO, *La commercializzazione via internet di servizi di investimento e strumenti finanziari e il trading on line*, in *I contratti del mercato finanziario*<sup>2</sup>, GABRIELLI e LENER, a cura di, Torino, 2011, pp. 626 ss., a cui si rinvia per maggiori riferimenti bibliografici.

Rispetto agli intermediari, l'attività di gestione di portali di *equity crowdfunding* è coperta da un principio di riserva di attività a “maglie larghe”: possono essere gestori anche «soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche, Sim, imprese di investimento UE e imprese di paesi terzi diverse dalle banche, e gli ordini riguardanti azioni o quote degli Oicr ai relativi gestori» (art. 50 -*quinquies*, co. 2, t.u.f.).

Le differenze oggettive sono individuate in base al mercato di riferimento, alla dimensione dell'offerta e al suo oggetto.

Il coinvolgimento degli intermediari finanziari nello svolgimento di un'offerta al pubblico è condizionato dalla categoria di investitori sollecitati nella raccolta di mezzi finanziari, e dal grado di tutela che l'ordinamento loro presta <sup>39</sup>. La peculiarità della disciplina del *crowdfunding* ha consentito a nuovi soggetti, non solo ai tradizionali intermediari abilitati, di potersi rivolgere, tramite piattaforme *on line*, alla massa degli *unsophisticated investors*, con nuove regole sull'accesso all'investimento e sulla protezione degli investitori.

### **3. I Gestori dei portali. L'autorizzazione all'iscrizione nel registro della Consob.**

Secondo un'endiadi di uso corrente nella letteratura, le categorie dei gestori dei portali sono divise in un sistema c.d. a “doppio binario”, sul quale si forma la struttura interna del registro istituito presso la Consob <sup>40</sup>. La dicotomia deriva dall'interpretazione letterale dell'art. 50 -*quinquies*, co. 2, t.u.f., il quale differenzia i gestori “di diritto”, o anche detti “istituzionali”, e i «soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob a condizione che questi ultimi

---

<sup>39</sup> MOSCA, *Collocamento*, cit., 648.

<sup>40</sup> «L'istituzione di un unico registro per i soggetti che svolgono attività di gestori dei portali, così come la standardizzazione del procedimento di iscrizione sono riconducibili al programma di riduzione degli oneri amministrativi di cui al d.l. 13 maggio 2011, n. 70, conv. in l. 12 luglio 2011, n. 106 il quale, è a sua volta, da ricondursi nell'ambito della “Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento Europeo, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni – Programma d'azione per la riduzione degli oneri amministrativi nell'Unione Europea” del 24 gennaio 2007»: cfr. VITALI, “Equity crowdfunding”, cit., p. 386, nt. 32.

trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche, Sim, imprese di investimento UE e imprese di paesi terzi diverse dalle banche, e gli ordini riguardanti azioni o quote degli Oicr ai relativi gestori», i gestori c.d. “autorizzati”<sup>41</sup>.

La previsione di due categorie non è confinata al piano della disciplina del registro, che ha lo scopo principale di permettere agli investitori di avere conoscenza dei soggetti abilitati alla gestione di un portale *on-line*<sup>42</sup>, ma si riflette anche sul regime dell’esecuzione degli ordini e delle regole di condotta<sup>43</sup>.

I gestori di diritto sono «(al)le Sim, (al)le imprese di investimento UE, (al)le imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, (a)i gestori di cui all’articolo 1, comma 1, lettera q *-bis*)<sup>44</sup>, limitatamente all’offerta di quote o azioni di Oicr che investono prevalentemente in piccole e medie imprese e (al)le banche, autorizzati ai relativi servizi di investimento»<sup>45</sup>.

---

<sup>41</sup> Li denomina “gestori iscritti”, OTTOLIA, *L’equity crowdfunding*, cit., p. 56.

<sup>42</sup> L’art. 2, lett. i), del Reg. Consob, rubricato “*Definizioni*”, informa che ai fini del regolamento, si intende come «“registro”: il registro tenuto dalla Consob ai sensi dell’articolo 50 *-quinqies* del Testo Unico», definizione ripresa anche in seno al co. 1, dell’art. 4, del Regolamento medesimo. Il registro è parte della sezione “*Albi ed Elenchi*” del Bollettino elettronico Consob (art. 6 Reg. Consob). L’istituzione del registro risponde allo scopo di permettere agli investitori di poter individuare chi siano i soggetti che esercitano l’attività di gestione del portale. All’uopo, ai sensi dell’art. 5, “*Contenuto del registro*”: «Nel registro, per ciascun gestore iscritto, sono indicati: a) la delibera di autorizzazione e il numero d’ordine di iscrizione; b) la denominazione sociale; c) l’indirizzo del sito internet del portale e il corrispondente collegamento ipertestuale; d) la sede legale e la sede amministrativa; e) la stabile organizzazione nel territorio della Repubblica, per i soggetti UE; f) gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob». A questi, si aggiungono requisiti propri prescritti per la sezione speciale: «Nella sezione speciale del registro, per ciascun gestore annotato, sono indicati: a) la denominazione sociale; b) l’indirizzo del sito internet del portale e il corrispondente collegamento ipertestuale; c) gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob».

<sup>43</sup> FREGONARA, *Il crowdfunding*, cit., p. 10.

<sup>44</sup> Art. 1, co. 1, lett. q *-bis*), Reg. Consob: «“gestore”: la Sgr, la Sicav e la Sicaf che gestiscono direttamente i propri patrimoni, la società di gestione UE, il GEFIA UE, il GEFIA non UE, il gestore di EuVECA, il gestore di EuSEF e il gestore di ELTIF». Per un approfondimento, ANNUNZIATA, *Tecniche alternative di finanziamento e di negoziazione: fondi di credito, Eltif, EuVeCa e negoziazione tramite blockchain*, relazione tenuta al XXXII Convegno di studio su “*Società a responsabilità limitata, piccole e medie impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*”, Courmayeur, 14 – 15 settembre 2018.

<sup>45</sup> Cfr. art. 50 *-quinqies*, co. 2, t.u.f., primo alinea. Nella versione precedente alle modifiche in ultimo operate ai sensi dell’art. 2 del d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, erano contemplati come gestori di diritto le sole «imprese di investimento e le banche autorizzate ai relativi servizi di investimento». «Tra le banche e imprese di investimento autorizzate alla prestazione dei relativi servizi di investimento è da ritenersi ricompresa anche la Società Poste Italiane – Divisione servizi

I suddetti enti, al fine di procedere con lo svolgimento del servizio di gestione del portale, devono presentare semplice comunicazione alla Consob<sup>46</sup>: l'iscrizione è annotata all'interno della sezione speciale del relativo registro, assumendo valore di pubblicità notizia con effetto di mera certificazione anagrafica<sup>47</sup>. L'autorizzazione, a monte, alla prestazione di un servizio di investimento, sembra avallare l'opinione di chi in dottrina classificherebbe la gestione di un portale di *crowdfunding* da parte di questi soggetti alla stregua di un servizio accessorio<sup>48</sup>. Se astrattamente i due istituti sembrano somiglianti, d'altronde non bisogna trascurare che i servizi accessori non sono coperti dal principio della riserva di attività e possono essere prestati anche da soggetti non abilitati. La gestione dei portali è retta dalla riserva di attività, seppur a "maglie larghe". Pertanto, i gestori di diritto, che conducono il processo di raccolta di capitale di rischio attraverso il canale del *crowdfunding*, devono osservare le norme loro imposte dalla disciplina t.u.f. per la prestazione dei servizi di investimento, la promozione o il collocamento a distanza dei servizi e delle attività di investimento: è una «prestazione di servizio di investimento quantomeno di tipo esecutivo» che non vale ad esentare gli intermediari dalle regole di condotta dettate dall'art. 21 e ss. t.u.f.<sup>49</sup>.

---

Banco Posta, autorizzata ai sensi dell'art. 2 del d.p.r. n. 144 del 14 marzo 2001, posto che ai sensi dell'art. 12, comma 1 del menzionato d.p.r. la società per azioni Poste Italiane "può svolgere nei confronti del pubblico i servizi di investimento e i servizi accessori previsti, rispettivamente, dall'art. 1, comma 5 lett. b), c) ed e) e dall'art. 1, comma 6, lett. a), b), d), e), f) e g) del t.u.f., nonché le attività connesse strumentali ai servizi di investimento". Inoltre l'art. 2, comma 5 del medesimo d.p.r. prevede che "Poste è equiparata alle banche italiane anche ai fini dell'applicazione delle norme del testo unico bancario e del testo unico della finanza richiamati ai commi 3 e 4, nonché della legge 10 ottobre 1990, 287»: cfr. FREGONARA, *Il crowdfunding*, cit., p. 8, nt. 23.

<sup>46</sup> Cfr. Art. 4, co. 2, Reg. Consob. L'articolo, nella parte finale, rimanda all'Allegato 1, che nella sezione B, "*Comunicazione per l'annotazione nella sezione speciale del registro*", precisa gli elementi che devono essere contenuti nella comunicazione da inoltrare alla Consob: «la denominazione sociale, l'indirizzo del sito internet del portale, il corrispondente collegamento ipertestuale nonché il nominativo e i recapiti di un referente della società». Inoltre è richiesta la necessaria sottoscrizione da parte del legale rappresentante della società.

<sup>47</sup> L'art. 4, co. 2, Reg. Consob, usa appunto il termine "annotate".

<sup>48</sup> RIZZO, *Intermediari Finanziari*, cit., 305.

<sup>49</sup> CONSOB, "*Comunicazione riguardante lo svolgimento da parte di banche ed imprese di investimento dell'attività di gestione di portali on line per la raccolta di capitali per le start up innovative*", Comunicazione 1 agosto 2013, n. 0066128, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/c0066128.pdf/92117ff1-7806-4f9a-bb2a-ac8c6c3c77d3>.



Maggiore interesse desta la nuova figura dei gestori c.d. «autorizzati»<sup>50</sup>.

Gli elementi atti all'identificazione di questa categoria di gestori sono forniti a livello primario dal terzo comma dell'art. 50 *-quinquies*, t.u.f., che delinea la dimensione societaria dell'ente: «l'iscrizione nel registro di cui al comma 2 è subordinata al ricorrere dei seguenti requisiti: a) forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa; b) sede legale e amministrativa o, per i soggetti comunitari, stabile organizzazione nel territorio della Repubblica; c) oggetto sociale conforme con quanto previsto dal comma 1; d) possesso da parte di coloro che detengono il controllo e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo dei requisiti di onorabilità stabiliti dalla Consob; e) possesso da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, di requisiti di professionalità stabiliti dalla Consob; e *-bis*) adesione a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori o stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale che garantisca una protezione equivalente alla clientela, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento»<sup>51</sup>. In particolare, la lettera e *-bis*) fa ingresso con le modifiche al t.u.f. dell'agosto 2017, ed è stata completata sul piano secondario dal neo introdotto art. 7 *-bis*, rubricato “*Requisiti patrimoniali dei gestori*”<sup>52</sup>. La norma regolamentare prescrive che «ai fini dell'iscrizione nel registro e della permanenza nello stesso, i gestori devono aderire a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori riconosciuto ai sensi dell'art. 59 del Testo

---

<sup>50</sup> In dottrina i gestori dei portali autorizzati sono stati anche denominati come “gestori speciali non professionali”: DE LUCA, FUNARI e GENTILE, *Equity crowdfunding*, cit., 166. L'attributo di non professionalità sembra in contrasto con il dato normativo. Già l'art. 50 *-quinquies* t.u.f. al primo comma ricorre all'avverbio “professionalmente” per qualificare il modo di esercizio dell'attività del gestore, a prescindere sia esso un intermediario autorizzato oppure no; il concetto è ripreso, pedissequamente, anche a livello regolamentare nella lett. e), dell'art. 2, co. 1. La lettura delle norme precitate allontana il dubbio di un uso distratto dell'avverbio “professionalmente”, per creare un ponte con la definizione generale di imprenditore all'art. 2082 c.c., ove è scritto che imprenditore è colui che «esercita professionalmente un'attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni e servizi», nel cui bacino rientra anche l'attività realizzata da un gestore autorizzato.

<sup>51</sup> Prima dell'entrata in vigore della direttiva MiFID II, la regolamentazione francese del *crowdfunding* già imponeva, tra le condizioni per l'autorizzazione alla gestione del portale, la sottoscrizione di contratto di assicurazione della responsabilità professionale, congiuntamente all'iscrizione presso un'associazione professionale riconosciuta dall'AMF. cfr. 548-2, c. 2, CMF.

<sup>52</sup> L'articolo è stato inserito con l'art. 1 della delibera del 29 novembre 2017, n. 20204, entrata in vigore alla data del 3 gennaio 2018, fatta eccezione appunto per la previsione in commento: la decisione è stata di procrastinare l'entrata in vigore al decorso dei sei mesi, al fine di permettere i gestori dei portali di adeguarsi alle nuove direttive legislative.

Unico» (co. 1) <sup>53</sup>, ovvero che «in alternativa [...] i gestori possono stipulare un'assicurazione a copertura della responsabilità per i danni derivante al cliente dall'esercizio dell'attività professionale, che preveda: a) per ciascuna richiesta di indennizzo, una copertura di almeno ventimila euro e b) per l'importo totale delle richieste di indennizzo, una copertura di almeno un milione di euro all'anno per i gestori che effettuano la verifica prevista dall'articolo 13, co. 5 *-bis*, e di almeno cinquecento mila euro per gli altri gestori» (co. 2). Il difetto è posto a condizione di decadenza dell'autorizzazione, se nell'arco dei due mesi dal suo rilievo non sia stata ricostituita la condizione patrimoniale richiesta (co. 3), tempo nel quale è fatto divieto al gestore di pubblicare nuove offerte ovvero sono sospese quelle in corso (co. 4).

Prima delle ultime modifiche al testo, che hanno introdotto gli anzidetti requisiti patrimoniali, il Reg. Consob descriveva le sole regole afferenti il registro dei gestori (formazione, condizioni di iscrizione) e le cause di decadenza dall'autorizzazione, e i requisiti personali di onorabilità e professionalità dei soggetti che detengono il controllo <sup>54</sup> (art. 8 Reg. Consob) e di coloro che

---

<sup>53</sup> La previsione dell'art. 7 *-bis* del Reg. Consob può considerarsi come una manifestazione del potere normativo della Consob. Infatti, la lett. e *-bis*, art. 50 *-quinqüies*, co. 3, t.u.f., che delega alla Consob la fissazione dei criteri per la determinazione del sistema di indennizzo, ha portata generale. L'articolo del regolamento Consob, invece, pone un preciso rimando ad una norma del t.u.f., l'art. 59, il quale dispone che condizione prodromica alla prestazione di un servizio o un'attività di investimento è l'adesione ad un sistema di indennizzo riconosciuto dal MEF, sentite Banca d'Italia e Consob.

<sup>54</sup> Il concetto di "controllo" è definito dalla lett. f), dell'art. 2, co. 1, Reg. Consob, come «l'ipotesi in cui un soggetto, persona fisica o giuridica, ovvero più soggetti congiuntamente, dispongono, direttamente o indirettamente, anche tramite patti parasociali, della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria ovvero dispongono di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria». La nozione «completa le prescrizioni normative di rango primario in quanto l'espressione viene solamente richiamata – ma non definita – dagli articoli 50 *-quinqüies*, terzo comma e dall'art. 100 *-ter*, secondo comma T.U.F. Si tratta, più in particolare, di una nozione dotata di una propria autonomia dato che si contraddistingue, per la sua ampiezza, rispetto a quella di matrice societaria: oltre alle fattispecie contemplate dall'art. 2359, comma 1, nn. 1) e 2), c.c., infatti, vi restano incluse anche le ipotesi in cui il controllo si manifesti tramite forme "congiunte" e coordinate tra più soggetti, e anche in modo indiretto, secondo uno schema ricorrente, in modo particolare, in realtà societarie di dimensioni contenute in cui il capitale sociale è di titolarità di due o più soci e suddiviso in via paritetica»: cfr. VITALI, "Equity crowdfunding", cit., 388.

svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo (art. 9 Reg. Consob)  
55.

La cogenza dei requisiti richiesti in capo ai singoli è espressa dall'art. 10 del Reg. Consob. Il primo comma impone un dovere comportamentale – una forma di autoresponsabilità – nel denunciare da parte degli stessi la perdita dei requisiti ingiunti in base alla posizione coperta. La conseguenza – secondo comma – è la decadenza dall'autorizzazione se, trascorsi due mesi, non siano stati ripristinati, e *in medio tempore* vale la regola della sospensione delle offerte in corso e il divieto di nuova pubblicazione (co. 3) <sup>56</sup>.

L'indagine si completa con l'accertamento della capacità del gestore di esercitare correttamente l'attività di operatore del portale. L'art. 7 Reg. Consob, sul "*Procedimento di autorizzazione per l'iscrizione*", dispone che nel corso della fase istruttoria, la Consob, oltre ad osservare la sussistenza dei requisiti descritti all'Allegato 1, deve procedere all'esame della relazione accompagnatoria che illustri «(sul)l'attività d'impresa e (sull)la struttura organizzativa <sup>57</sup>, ivi compresa l'illustrazione dell'eventuale affidamento a terzi di funzioni operative essenziali» <sup>58</sup> (co. 1) <sup>59</sup>. L'esito negativo comporta il rigetto della domanda, sulla quale la

---

<sup>55</sup> Ai sensi dell'art. art. 48, co. 2, LFFE, al gestore del portale spagnolo è imposto anche l'adempimento formale di includere, a propria scelta, nella denominazione sociale, l'espressione "*plataforma de financiación participativa*" o la sigla PFP.

<sup>56</sup> Minore cogenza ha l'ipotesi disciplinata all'art. 11 del Reg. Consob, "*Sospensione dalla carica dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo*": «I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso un gestore iscritto nel registro sono sospesi dalla carica nel caso di: a) condanna con sentenza non definitiva per uno dei reati previsti dall'articolo 8, comma 1, lettera c); b) applicazione su richiesta delle parti di una delle pene previste dall'articolo 8, comma 1, lettera c), con sentenza non definitiva; c) applicazione provvisoria di una delle misure previste dagli articoli 67 e 76, comma 8, del decreto legislativo 6 settembre 2011, n. 159; d) applicazione di una misura cautelare di tipo personale. L'organo che svolge funzioni di amministrazione dichiara la sospensione con apposita delibera entro trenta giorni dall'avvenuta conoscenza di uno degli eventi previsti al comma 1 e iscrive l'eventuale revoca fra le materie da trattare nella prima assemblea successiva al verificarsi di una delle cause di sospensione indicate al comma 1. Nelle ipotesi previste dalle lettere c) e d) del comma 1, la sospensione dalla funzione si applica in ogni caso per l'intera durata delle misure contemplate».

<sup>57</sup> Fino a questo punto, la disposizione regolamentare riproduce la lett. e), dell'art. 19, t.u.f., il quale tra le condizioni poste all'autorizzazione per l'esercizio e l'attività di investimento delle SIM prevede che «vengano fornite tutte le informazioni, compreso un programma di attività, che indichi in particolare i tipi di operazioni previste e la struttura organizzativa».

<sup>58</sup> La relazione – ai sensi dell'art. 7, co. 1, ultima parte – deve essere redatta in conformità allo schema indicato per punti dall'Allegato 2, "*Relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa*". Sulla domanda di autorizzazione, la Consob si limita ad un esame di mera regolarità formale e di completezza della documentazione allegata, senza scendere nel merito della relazione. Si pensi all'indicazione delle modalità di selezione delle offerte presentate sul portale

Consob è tenuta ad esprimersi con delibera nel termine di sessanta giorni lavorativi (co. 5) <sup>60</sup>.

Rilasciata l'autorizzazione, l'iscrizione nella sezione ordinaria del registro Consob ha valore di pubblicità costitutiva <sup>61</sup>.

---

(Sez. A, punto 1, All. 2); alla descrizione delle eventuali procedure interne adottate per la verifica prevista dall'art. 13, co. 5 -bis (Sez. A, punto 5 -bis, All. 2); alle modalità per assicurare il rispetto degli obblighi dettati agli artt. 13, 14, 15, 16 del Reg. (Sez. B, punto 3, All. 2); come alle modalità di trasmissione degli ordini raccolti dagli investitori ai soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini (Sez. B, punto 5, All. 2). In caso la documentazione risulti mancante di taluni dati, la Consob può farne richiesta ed entro trenta giorni lavorativi le informazioni mancanti devono essere inoltrate a pena di improcedibilità della domanda (art. 7, co. 2).

<sup>59</sup> Cfr. art. 7, co. 1, secondo alinea, Reg. Consob. Nella versione originaria, l'articolo faceva riferimento alla predisposizione di un «programma concernente l'attività iniziale, delle procedure adottate per l'esercizio dell'attività e dei tipi di servizi accessori che si intende esercitare, nonché una relazione sulla struttura organizzativa».

<sup>60</sup> L'inutile decorso del termine di sessanta giorni forma il silenzio-assenso della Consob sull'istanza di autorizzazione. L'ordinamento di regola, ai sensi dell'art. 20 della l. 241/1990, attribuisce all'inerzia dell'amministrazione a provvedere su un'istanza del privato, titolare di un interesse pretensivo, valore di silenzio assenso, ossia con valore equipollente ad accoglimento ed emanazione del provvedimento sollecitato alla P.A. Il principio ha valore di regola generale. Di contro, il comma 4 dell'art. 19, l. 241/1990, tipizza una serie di eccezioni rispetto alle quali l'inerzia dell'amministrazione non ha valore di assenso, ma appunto di inadempimento. L'inutile decorso del termine di sessanta giorni forma il silenzio-assenso della Consob sull'istanza di autorizzazione. L'ordinamento di regola, ai sensi dell'art. 20 della l. 241/1990, attribuisce all'inerzia dell'amministrazione a provvedere su un'istanza del privato, titolare di un interesse pretensivo, valore di silenzio assenso, ossia con valore equipollente ad accoglimento ed emanazione del provvedimento sollecitato alla P.A. Il principio ha valore di regola generale. Di contro, il comma 4 dell'art. 19, l. 241/1990, tipizza una serie di eccezioni rispetto alle quali l'inerzia dell'amministrazione non ha valore di assenso, ma appunto di inadempimento. Altresì, la formazione del silenzio-assenso sull'istanza di autorizzazione del gestore trova conferma nel parallelo con la disciplina per il rilascio delle autorizzazioni alle Sim da parte della Consob: sia il t.u.f. sia il Reg. Intermediari non danno una qualificazione espressa sulla natura dell'inerzia dell'autorità, sicché trova applicazione la regola generale del silenzio assenso.

<sup>61</sup> Come previsto dall'art. 7, co. 5, la Consob è chiamata a deliberare sulla domanda di autorizzazione entro lo *spatio temporis* di sessanta giorni, e la relativa domanda può essere negata se nella verifica dei requisiti non vi sia corrispondenza con i profili oggettivi dettati all'art. 50 - *quinquies* del t.u.f., i soggetti difettino di taluno dei requisiti loro imposti ex artt. 8 e 9 del Reg. Consob, ovvero quando il gestore, dall'analisi della relazione predisposta in conformità all'Allegato 2 del Reg. Consob, non sia valutato come soggetto in grado di esercitare correttamente l'attività di gestione del portale. In ogni caso, è fatto salvo alla Consob di poter richiedere ulteriori elementi informativi «a) alla società richiedente; b) a coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso la società richiedente; c) a coloro che detengono il controllo della società richiedente; c -bis) a qualunque soggetto, anche estero. In tal caso il termine di conclusione del procedimento è sospeso dalla data di invio della richiesta degli elementi informativi fino alla data di ricezione degli stessi e per un periodo comunque non superiore a trenta giorni lavorativi, a pena di improcedibilità. Qualsiasi modificazione concernente i requisiti per l'iscrizione nel registro che intervenga nel corso dell'istruttoria, ovvero rilevanti modifiche apportate alla relazione prevista dall'Allegato 2, sono portate senza indugio a conoscenza della Consob. Entro sette giorni lavorativi dal verificarsi dell'evento, la società richiedente trasmette alla Consob la relativa documentazione. In tal caso, il termine di conclusione del procedimento è interrotto dalla data di ricevimento della comunicazione concernente le

Risvolto patologico dell'iscrizione sono le ipotesi di decadenza, prevista all'art. 11 -*bis*, Reg. Consob<sup>62</sup>, e la cancellazione dal registro *ex art.* 12 Reg. Consob.

La decadenza dall'autorizzazione è comminata se, nel semestre successivo all'ottenuta autorizzazione o dall'interruzione dello svolgimento delle attività (co. 2), il gestore del portale non dia avvio allo svolgimento delle attività programmate (co. 1)<sup>63</sup>. Sotto la rubrica della "decadenza", con una tecnica regolamentare superficiale, viene disciplinato anche il caso della rinuncia all'autorizzazione. Infatti se la decadenza è un caso di perdita dell'autorizzazione con segno negativo dovuta all'inerzia del portale; la rinuncia è di segno opposto, perché il portale scientemente indirizza apposita istanza alla Consob (co. 3), e sulla quale la Consob è chiamata a pronunciarsi entro il prefissato termine di sessanta giorni lavorativi (co. 5)<sup>64</sup>, salvo la facoltà dell'*authority*, nelle more, di chiedere ulteriori elementi informativi (co. 4)<sup>65</sup>.

La cancellazione è una misura severa da parte della Consob, per la quale può procedersi solo per ipotesi tipiche: «a) nel caso in cui l'autorizzazione sia stata ottenuta presentando false dichiarazioni o con qualsiasi altro mezzo irregolare 31; b) a seguito della perdita dei requisiti prescritti per l'iscrizione; c) a seguito del

---

modificazioni intervenute e ricomincia a decorrere dalla data di ricevimento da parte della Consob della relativa documentazione» (co. 3 e co. 4).

<sup>62</sup> La particella "*bis*" non è espressione di un rapporto di contingenza con l'art. 11. Infatti le fattispecie contemplate, quanto la descrizione della disciplina, non mostrano momenti di contatto. Pertanto, quel "*bis*" è solo a supporto della necessità di sistemazione del nuovo articolo (inserito con delibera del 24 febbraio 2016, n. 19520, e poi modificato con delibera del 29 novembre 2017, n. 20204) nel sistema del Regolamento.

<sup>63</sup> «Si reputa che il momento in cui il gestore "inizia" lo svolgimento della propria attività non debba necessariamente coincidere con la pubblicazione di un'offerta sul portale e, quindi, con l'attivazione della conseguente campagna di *equity crowdfunding*. Sul punto, si ritiene infatti che l'attività possa considerarsi avviata anche quando il gestore renda attiva e accessibile la propria piattaforma *on-line*, cominciando a porre in essere, anche attraverso la stessa piattaforma, le attività propedeutiche alla pubblicazione delle offerte vere e proprie come, ad esempio, quelle relative alla ricerca ed alla selezione di progetti potenzialmente in grado di essere pubblicati. Analogamente, anche in caso di non pubblicazione di offerte per il periodo di sei mesi, la valutazione sulla effettiva interruzione dell'attività ai fini della cancellazione dal Registro potrà essere effettuata sulla base dei medesimi criteri»: cfr. CONSOB, *Documento "Esiti della consultazione"*, 25 febbraio 2016, disponibile all'indirizzo [http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni\\_concluse](http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_concluse).

<sup>64</sup> In tal caso, l'inerzia della Consob ha valore di silenzio significativo, ossia di assenso *ex art.* 20 l. 241/1990.

<sup>65</sup> Art. 11 -*bis*, co. 4, Reg. Consob: «Nel caso di cui al precedente comma, la Consob, nel corso dell'istruttoria, può chiedere elementi informativi: a) alla società richiedente; b) a coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso la società richiedente; c) a qualunque altro soggetto, anche estero».

mancato pagamento del contributo di vigilanza nella misura determinata annualmente dalla Consob <sup>66</sup>; d) per effetto dell'adozione del provvedimento di radiazione ai sensi dell'articolo 23, comma 1, lettera b); d -bis) per effetto della decadenza dall'autorizzazione» (art. 12, co. 1). Non è esclusa comunque la facoltà di essere riammessi nel registro, ma nei soli «casi previsti dal comma 1, lettere b) e c), siano rientrati in possesso dei requisiti indicati all'articolo 50 -*quinquies*, comma 3, del Testo Unico, ovvero abbiano corrisposto il contributo di vigilanza dovuto; nel caso previsto dal comma 1, lettera d), siano decorsi tre anni dalla data della notifica del provvedimento di radiazione» (art. 12, co. 2).

Per concludere, l'ultima modifica al citato Regolamento, depennando dal testo dell'art. 22, “*Provvedimenti cautelari*”, l'inciso «atte a dar luogo alla radiazione del registro», ha ampliato le ipotesi di necessità ed urgenza nelle quali la Consob può disporre in via cautelare la sospensione dall'esercizio della gestione del portale: il provvedimento è comminato in caso di violazione grave di legge ovvero di disposizione generale o particolare impartita dalla Consob, la quale valuta le modalità con le quali si è dato atto alla condotta e se la violazione sia stata reiterata <sup>67</sup>.

#### **4.1. La relazione tra il gestore del portale di *equity crowdfunding* e l'emittente.**

Il discorso deve partire dall'*actio finium regundorum* tra i concetti di “emittente” ed “offerente”, considerati – forse – come significati intercambiabili. Il lemma “emittente” compare nella prima stesura del Reg. Consob, ed era adoperato per le sole *start-up* innovative; viene definitivamente rimpiazzato da “offerente” con la prima revisione al Regolamento, adottata con la delibera del 24 febbraio 2016, n. 19520, con la quale vengono ammessi all'offerta sul portale le PMI innovative, gli

---

<sup>66</sup> Ai sensi del comma terzo dell'articolo in lettura «i commi 4, 5 e 6 dell'articolo 11 -bis si applicano anche ai casi previsti dal comma 1, lettere a), b), e c)».

<sup>67</sup> Altresì è stato modificato l'art. 23 del Reg. Consob, sulla disciplina delle sanzioni. Il dato che risalta è il cambio del referente normativo all'interno del t.u.f.: l'art. 50 -*quinquies*, co. 7, presente nel precedente testo è stato abrogato, e sostituito *ex novo* dall'art. 190 -*quater* t.u.f., “*Sanzioni amministrative in tema di gestione di portali*”. La norma, introdotta con le modifiche al Testo Unico del 2017, dispone che: «i gestori di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese che violano le norme degli articoli 50 -*quinquies* e 100 -*ter* o le relative disposizioni attuative sono puniti con una sanzione amministrativa pecuniaria da euro cinquecento a euro venticinquemila. Per i soggetti iscritti nel registro di cui al comma 2 dell'articolo 50 -*quinquies*, può altresì essere disposta la sospensione da uno a quattro mesi o la radiazione dal registro». In dottrina, v. PORTOLANO, *Le modifiche*, cit.

OICR e le altre società che investono prevalentemente in *start-up* e PMI innovative. L'intervento manutentivo del 2017 estende la categoria degli offerenti alle piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lett. f), primo alinea, del regolamento UE 2017/1129, alle imprese sociali e agli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese<sup>68</sup>.

Nel lessico finanziario, "emittente" identifica la società che emette strumenti finanziari all'interno del mercato mobiliare<sup>69</sup>; "offerente", invece, è il singolo

---

<sup>68</sup> Ai sensi dell'art. 2, co. 1, lett. c), Reg. Consob, sono definiti "offerente": «01) le piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera f), primo alinea, del Regolamento (UE) n. 2017/1129 del 14 giugno 2017; 1) la società start-up innovativa, compresa la start-up a vocazione sociale, come definite dall'articolo 25, commi 2 e 4, del decreto e la start-up turismo prevista dall'articolo 11-bis del decreto legge 31 maggio 2014, n. 83, convertito con modificazioni dalla legge 29 luglio 2014, n. 106; 2) la piccola e media impresa innovativa ("PMI innovativa"), come definita dall'articolo 4, comma 1, del decreto legge 24 gennaio 2015, n. 3, convertito con modificazioni dalla legge 24 marzo 2015, n. 33; 3) l'organismo di investimento collettivo del risparmio ("OICR") che investe prevalentemente in piccole e medie imprese, come definito dall'articolo 1, comma 2, lettera e), del decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 30 gennaio 2014; 4) le società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 1, comma 2, lettera f), del decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 30 gennaio 2014».

<sup>69</sup> All'interno del t.u.f., la categoria degli emittenti è definita ai sensi dell'art. 1, co. 1, lett. w) e w - *quater*). Rispettivamente prevedono che: «w) "emittenti quotati": i soggetti, italiani o esteri, inclusi i *trust*, che emettono strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato italiano. Nel caso di ricevute di deposito ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato, per emittente si intende l'emittente dei valori mobiliari rappresentati, anche qualora tali valori non sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato»; «w - *quater*) "emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine": "emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine": 1) gli emittenti azioni ammesse alle negoziazioni in mercati regolamentati italiani o di altro Stato membro dell'Unione europea, aventi sede legale in Italia; 2) gli emittenti titoli di debito di valore nominale unitario inferiore ad euro mille, o valore corrispondente in valuta diversa, ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati italiani o di altro Stato membro dell'Unione europea, aventi sede legale in Italia; 3) gli emittenti valori mobiliari di cui ai numeri 1) e 2), aventi sede legale in uno Stato non appartenente all'Unione europea, che hanno scelto l'Italia come Stato membro d'origine tra gli Stati membri in cui i propri valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. La scelta dello Stato membro d'origine resta valida salvo che l'emittente abbia scelto un nuovo Stato membro d'origine ai sensi del numero 4 -*bis*) e abbia comunicato tale scelta; 4) gli emittenti valori mobiliari diversi da quelli di cui ai numeri 1) e 2), aventi sede legale in Italia o i cui valori mobiliari sono ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano, che hanno scelto l'Italia come Stato membro d'origine. L'emittente può scegliere un solo Stato membro d'origine. La scelta resta valida per almeno tre anni, salvo il caso in cui i valori mobiliari dell'emittente non sono più ammessi alla negoziazione in alcun mercato regolamentato dell'Unione europea, o salvo che l'emittente, nel triennio, rientri tra gli emittenti di cui ai numeri 1), 2), 3) e 4 -*bis*), della presente lettera; 4 -*bis*) gli emittenti di cui ai numeri 3) e 4) i cui valori mobiliari non sono più ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato dello Stato membro d'origine, ma sono stati ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altri Stati membri e, se del caso, aventi sede legale in Italia oppure che hanno scelto l'Italia come nuovo Stato membro d'origine. w - *quater*.1) "PMI": fermo quanto previsto da altre disposizioni di legge, le piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate, il cui fatturato anche anteriormente all'ammissione alla negoziazione delle proprie azioni, sia inferiore a 300 milioni di

individuo che detiene gli strumenti finanziari <sup>70</sup>. Tra i due lessemi c'è metonimia e non sinonimia, c'è prossimità concettuale e non uguaglianza di significato <sup>71</sup>. L'uso del concetto di "emittente" appare coerente con la funzione fondamentale dell'istituto, ossia l'offerta in sottoscrizione di titoli di nuova emissione di PMI; mentre "offerente" sembra implicare anche l'accezione dell'offerta al pubblico di vendita e, di conseguenza, presumere anche un mercato secondario legato al canale dell'*equity crowdfunding* per la vendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale di rischio. Seppur non vi sia traccia dei motivi a base della preferenza dell'uno rispetto all'altro <sup>72</sup>, l'adozione del termine "offerente" segna un ulteriore punto in favore alla formazione di un potenziale mercato secondario nell'ambito dell'*equity crowdfunding* <sup>73</sup>.

Posta la demarcazione semantica tra i due lemmi, si nota che, sulla relazione tra il gestore del portale e l'emittente, la normativa di primo e secondo grado rimane muta.

In ragione del verificarsi di una forma di offerta al pubblico – nonostante sia disintermediata ed affrancata dal regime del prospetto informativo – è innegabile che la relazione tra l'emittente ed il gestore del portale abbia natura contrattuale, oggetto di una regolamentazione incentrata sulla protezione dell'investitore/piccolo risparmiatore, oltre che soggetto terzo rispetto al contratto tra portale ed emittente <sup>74</sup>.

---

euro, ovvero che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore ai 500 milioni di euro. Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato entrambi i predetti limiti per tre anni consecutivi. La Consob stabilisce con regolamento le disposizioni attuative della presente lettera, incluse le modalità informative cui sono tenuti tali emittenti in relazione all'acquisto ovvero alla perdita della qualifica di PMI. La Consob sulla base delle informazioni fornite dagli emittenti pubblica l'elenco delle PMI tramite il proprio sito internet».

<sup>70</sup> Ai sensi dell'art. 2, lett. i) del Regolamento Prospetto n. 1129/2017, è definito «soggetto che effettua un'offerta» (o «offerente»): qualsiasi persona giuridica o fisica che offra titoli al pubblico».

<sup>71</sup> Sulle figure retoriche nel linguaggio giuridico, MARCHISIO, "Spaccare in quattro il capello". *Interpretazione del diritto (commerciale) e figure retoriche*, in *Giur. comm.*, 2018, I, pp. 404 ss., in part. p. 416.

<sup>72</sup> Cfr. CONSOB, *Modifiche al "Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line"*, adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013", Delibera del 24 febbraio 2016, n. 19520, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/d19520.pdf/33819fc1-4338-450e-b055-183f089111cc>.

<sup>73</sup> Sul punto si rinvia a Capitolo III, par. 4.

<sup>74</sup> ACCETTELLA e CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, cit.



La determinazione del contratto è affidata all'autonomia privata dei contraenti, appunto emittenti, investitori (o potenziali investitori) e gestore del portale. In particolare, quest'ultimo, in ragione della sua attività al centro di un fascio di rapporti in cui sono coinvolti interessi eterogenei e dei quali determina egli stesso i contenuti <sup>75</sup>, è legittimato a creare regole che sono in grado di conformare la disciplina dei rapporti con gli emittenti, con gli investitori, nonché gli stessi rapporti fra emittenti e investitori <sup>76</sup>.

---

<sup>75</sup> La teoria del “*Nexus of contract*”, è una teoria neocontrattualista sviluppata nell'area dell'analisi economica del diritto. Le premesse erano contenute in nuce in uno scritto del 1937 di Coase, intitolato “*The Nature of Firm*”, ma viene definitivamente elaborata negli anni Settanta per merito di alcuni studiosi: Alchian, Demsetz, Jensen, Meckling, Easterbrook e Fischel. I fautori di questa dottrina osservano che le relazioni economicamente rilevanti non sono solo quelle concluse dall'impresa all'interno del mercato, ma che la struttura societaria si costruisce su una complessa rete contrattuale che regola i diritti e gli obblighi delle diverse parti coinvolte nel processo produttivo, ossia l'imprenditore, i clienti, i dipendenti, gli investitori. La teoria nasce al fine di spiegare i rapporti di mandato – specie tra amministratori e soci nelle grandi *corporations* – e controllare le divergenze che possono insorgere nell'utilizzo delle risorse economiche: viene valorizzato il ruolo del contratto nelle relazioni *infra* societarie, che, attraverso la predisposizione di clausole all'interno degli statuti, permette di misurare i distinti ruoli, rende meno opaca l'informazione sul piano interno ed evita che il funzionamento della società sia congestionato da fenomeni di asimmetria informativa, di *moral hazard* e *adverse selection*. «L'impresa diventa, dunque, “...una sorta di soggetto pubblico, ossia un *locus cooperandi*, in cui un gruppo di agenti economici si trova a gestire una risorsa comune”», mentre il ruolo del legislatore viene relegato ad uno spazio modesto (cfr. COSSU, *Società aperte e interesse sociale. Considerazioni introduttive*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, p. 10055). L'efficienza dell'operatore alla luce della teoria del *nexus of contract* è giudicata sulla base di due caratteristiche: la prima è la predisposizione di un opportuno processo decisionale che renda trasparente il *modus operandi* dell'ente; la seconda caratteristica invece è la capacità c.d. di “*bonding*” della società, ovvero di tenere fede agli impegni contrattuali assunti (cfr. HANSMANN e KRAAKMAN, *Il ruolo essenziale dell'organizational law*, in *Riv. soc.*, 2001, pp. 21 ss.). Piegata al caso dei portali, la relazione contrattuale che il gestore del portale intesse con gli emittenti e con gli investitori – che rivestono il ruolo di *stakeholders* – ricade nell'ombrello delle relazioni contrattuali che fanno capo alla struttura societaria, e le relative regole poste dall'autonomia statutaria sono il mezzo per costruire un'organizzazione efficiente sul piano interno e determinare un assetto di mercato ottimale. In dottrina: GREENFIELD, *The end of contractarianism? Behavioral Economics and the Law of Corporations*, in *The Oxford Handbook of Behavioral Economics and the Law*, ZAMIR e TEICHMAN, a cura di, Oxford, 2014, pp. 518 ss., in part. pp. 521 ss.; ROSSI, *Liberalismo, diritto dei mercati e crisi economica*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 749 ss.; ID., *La metamorfosi delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2012, pp. 1 ss.; DACCÒ, *La teoria del nexus of contract*, in *Lezioni di diritto privato*, a cura di Portale, Torino, 2007, pp. 185 ss.; PARKINSON, *The contractual theory of the company and the protection of non-shareholder interests*, in *Corporate and Commercial Law: Modern Development*, FELDMAN e MEISEL, a cura di, Londra, 1996, pp. 121 ss.

<sup>76</sup> Nell'era del progresso tecnologico e dei mercati aperti, la *self regulation* assume un ruolo centrale, che tramite le strutture del diritto dei contratti permette di governare le nuove comunità globalizzate che superano i confini territoriali di governo del diritto statale. Diventa, così, sempre più attuale la teoria romaniana sulla pluralità degli ordinamenti, ove la norma non è il “*sein*” dell'ordinamento, bensì la norma giuridica è volontà dichiarata di un'istituzione, che ha alla base una collettività organizzata; rifiuta la concezione statalista e della norma come suo elemento genetico, ed afferma che «il diritto, prima di essere norma, prima di concernere un semplice rapporto o una serie di rapporti sociali, è organizzazione, struttura, posizione della stessa società in

---

cui si svolge e che esso costituisce come unità, come ente a sé stante [...]. Se così è, il concetto che ci sembra necessario e sufficiente per rendere in termini esatti quello di diritto, come ordinamento giuridico considerato complessivamente e unitariamente, è il concetto di istituzione. Ogni ordinamento giuridico è un'istituzione, e viceversa ogni istituzione è un ordinamento giuridico: l'equazione fra i due concetti è necessaria ed assoluta» (cfr. ROMANO, *L'ordinamento giuridico*<sup>3</sup>, Firenze, 1977, p. 27). Il postulato della teoria di Santi Romano permette di leggere in chiave giuridica la “*Economic Theory of Clubs*” di James Buchanan, primo ad analizzare in un saggio pubblicato nel 1965, l'ipotesi di fornitura di beni pubblici impuri da parte dei *clubs*. Il *club* è un gruppo volontario di soggetti che godono di reciproci benefici rispetto beni o servizi che rispondano a tre caratteristiche: 1. *excludable* degli altri consumatori, che funge da incentivo all'adesione al *club*; 2. *congestible*, ossia la non rivalità nell'utilizzazione contemporanea del bene da parte degli altri aderenti; 3. *divisible*, la divisibilità del bene e la possibilità, qualora sia impedita l'adesione al *club* di poterne costituire uno nuovo. L'organizzazione collettiva dei *club* si dota di proprie regole per ordinare la rivalità del consumo mediante l'esclusione all'ingresso, con il sostegno del costo del servizio da parte degli aderenti. Nell'idea della formazione di un gruppo di consumo, Buchanan ha dimostrato che il beneficio collettivo permette di spalmare sulla collettività i costi di fornitura del servizio con la riduzione del carico economico sostenuto dal singolo. Il *club* è una comunità privata che si dota delle regole per garantire ai propri membri il godimento del servizio o del bene per la quale è stata costituita: le relative regole possono riguardare i criteri di adesione e selezione dei partecipanti, e regole volte ad arginare il rischio di fenomeni di congestione che possono pregiudicare la fornitura efficiente (cfr. BUCHANAN, *An Economic Theory of Clubs*, in *Economica, New Series*, Vol. 32, *Issue* 125 (Feb., 1965), pp. 1 – 14, disponibile all'indirizzo <http://links.jstor.org/sici=0013-0427%28196502%292%A32%3A125%3C1%3AAETOC%3E2.0.CO%3B2-L>). Sulla stessa linea è possibile collocare il pensiero di Wheeler. L'A. in uno dei suoi scritti ha affrontato il tema del ruolo della società nella sfida lanciata dalla globalizzazione, sostenendo l'opportunità di costruire un modello di *virtue-based society*. Egli parte dal confronto della teoria della virtù aristotelica («*Corporation should be integrated into Aristotelian-type community as an individual actor in its own right*»), della società come membro di una *polis*, ovvero lo Stato, e la teoria di Bauman, “*The Individualized Society*”, secondo la quale, in estrema sintesi, «*individualism is a fact not a choice*». Il ponte ideale tra le due idee – contrastanti – secondo Wheeler, è costruito dalle idee di Alasdair Macintyre, il quale afferma che: «*in engaging in a life structured by the virtues the individual stands not alone but alongside together [...] this localised community helps to sustain the individual and the individual brings to community an identity inhereant from tradition and history. The individual is not constrained by any bounds of this community indeed individual identity, is a fluid construct as are community virtues which form and reform over time*». Alla luce dell'analisi delle tre teorie, Wheeler conclude per l'importanza della “*Third Way*”, intesa come la creazione delle regole da parte della società, ossia la *corporation*, come forma di “*localised community*”, le quali implementano il progetto di costruire una realtà sociale basata sulla virtù, che non può prescindere dal costante dialogo con gli organi statali secondo un meccanismo c.d. “*show and tell*”. (Cfr. WHEELER, *Corporations & Third Way*, Oxford, 2002). In alternativa alla raffigurazione come *nexus of contracts*, i portali possono essere considerati come *club* privati, che in condizioni di reciprocità, permettono agli offerenti di poter sfruttare la capillarità della propria rete informatica per la pubblicazione delle offerte *online* e la raccolta dei capitali di rischio, al costo – *user fees* – da corrispondere al portale; al contempo sono istituzioni, nel pieno significato dato da Santi Romano, che si dotano di un ordinamento, ossia di regole standardizzate per la determinazione delle condizioni di accesso e delle modalità della prestazione del servizio. *Self-regulation* e destatalizzazione della produzione del diritto non è un binomio nuovo nella scena dei mercati finanziari, bensì è la struttura normativa di base nei sistemi di *common law*. La *Financial Law* anglosassone, sebbene le istanze di armonizzazione tra ordinamenti e la globalizzazione dei mercati alle quali sono conseguiti fenomeni di *deregulation* e di *re-regulation*, è una legislazione *principle-based* fondata su *high level standards*, la quale non comprime l'autorità privata degli attori di mercato, bensì incentiva la formazione privata delle regole del mercato dettando i principi generali. *Ex multis*, DALHUSEIN, *Dalhusein on Transnational Comparative, Commercial, Financial and Trade Law*, Oxford, 2013, I, pp. 142 ss.; MOONLEY, *Financial Services and Markets*, in *The Oxford Handbook of Regulation*, BALDWIN, CAVE e LODGE, a cura di, Oxford,

L'argomento sarà oggetto di esclusiva disamina nel Capitolo V, nel mentre si tenterà di definire il perimetro dell'autonomia privata, che in assenza di previsioni univoche, deve essere tracciato attraverso l'interpretazione sistematica delle norme che reggono la relativa materia.

Un primo limite è il divieto di allocazione convenzionale del rischio di insuccesso<sup>77</sup>. Per i gestori dei portali, infatti, non è nota la tradizionale tripartizione dei servizi di collocamento, in particolare dell'assunzione a fermo o con garanzia in favore dell'emittente. Un'eventuale clausola negoziale che imponga il rischio dell'invenduto, con l'obbligo di sottoscrizione da parte del gestore, è considerata illegittima in quanto contraria alla riserva di attività in materia di collocamento. Al più, le parti possono statuire che la remunerazione spettante al gestore per l'attività svolta sia proporzionata agli esiti della campagna di raccolta. Verosimilmente, il rischio a titolo di "assunzione a fermo" dell'investimento potrebbe essere assunto da un gestore di diritto, con il risvolto negativo in termini di aggravio dei costi per l'emittente.

Altresì, non è possibile ripartire la responsabilità contrattuale per le informazioni relative all'offerta immesse sul portale, che grava interamente in capo all'emittente<sup>78</sup>. Oltre ad essere dichiarato *in claris*<sup>79</sup>, il veto trova implicita

---

2010, pp. 437 ss.; GOODHART, KAY, MORTIMER e DUGUID, *Financial Regulation – or Over-Regulation?*, London, 1988).

L'autoregolamentazione è considerata – insieme ad altri modi di regolazione come *principle-based regulation, meta regulation, risk based regulation, reflexive regulation e gatekeeper regulation* – uno tra gli strumenti di base per disegnare la regolazione finanziaria europea, integrata nella *regulatory framework* fissata dal diritto unionale: «*a preferable conceptualization of the law-economy relation should be built on the idea of “co-evolution”, where regulation is seen as both exogenous and endogenous to the economy*». Cfr. LAMANDINI e RAMOS MÚÑOZ, *Eu Financial Law*, cit., pp. 87 ss.

<sup>77</sup> Secondo Vitali l'allocazione del rischio tra gestore ed emittente è da interpretare secondo il modello dei rapporti di *agency*: VITALI, "Equity crowdfunding", cit., pp. 381 – 382. Sul rapporto di mandato tra intermediario ed emittente nell'ambito dell'IPO, v. FILATOTCHEV e ALLOCK, *Corporate Governance in IPOs*, in *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, WRIGHT, SIEGEL, KEASEY e FILATOTCHEV, a cura di, Oxford, 2014, pp. 421 ss.

<sup>78</sup> OTTOLIA, *L'equity crowdfunding*, cit., pp. 62 ss. L'A. ammette che il gestore possa strutturare la propria piattaforma «in modo tale da mettere a disposizione strumenti o spazi nei quali i terzi investitori o emittenti possono interagire, diffondere informazioni e caricare contenuti di vario genere. In tal caso il gestore iscritto pare potersi qualificare come provider ai sensi della direttiva 2000/31/CE essendo soggetto che presta un servizio (anche) consistente nella memorizzazione di informazioni fornite dal destinatario del servizio».

<sup>79</sup> L'Allegato 3 al regolamento, "Informazioni sulla singola offerta", impone che il gestore del portale, con evidenza grafica, riporti la seguente avvertenza: «Le informazioni sull'offerta non sono sottoposte ad approvazione da parte della Consob. L'offerente è esclusivo responsabile della

conferma nel divieto per il gestore del portale di formulare raccomandazioni o elargire consigli sugli strumenti finanziari <sup>80</sup>. Le regole del gestore del portale, infatti, devono creare un *level playing field* che assicuri la parità di trattamento tra gli investitori. Lo stesso principio deve essere concepito anche nel senso di pari opportunità tra gli emittenti concorrenti all'interno del portale <sup>81</sup>. Infatti, le offerte devono essere pubblicate secondo parametri standardizzati e la presentazione non deve favorire la promozione di una campagna di raccolta a discapito di un'altra <sup>82</sup>.

Le regole di condotta imposte in capo al gestore del portale sono un'ulteriore argine all'autonomia privata. Gli *standard* comportamentali di diligenza, professionalità, correttezza e trasparenza, insieme al dovere di evitare situazioni in conflitto di interesse, non sono derogabili *in pejus* per volontà contrattuale. Al contrario, non è vietato che possano essere intensificati *in melius*. Ne costituiscono corollario, il dovere del gestore del portale di adempiere agli obblighi sulla predisposizione dell'informazione dell'offerta sul portale e di rendere evincibili i criteri per la selezione degli investitori aderenti alle offerte, come, ad esempio, l'opzione tra verifica diretta ed indiretta, la quale può essere oggetto di clausola negoziata con l'emittente <sup>83</sup>; l'obbligo di verificare il

---

completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni dallo stesso fornite. Si richiama inoltre l'attenzione dell'investitore che l'investimento, anche mediante OICR o società che investono prevalentemente in strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese è illiquido e connotato da un rischio molto alto». Similmente, nell'ordinamento americano, la responsabilità per informazioni non veritiere o omesse grava sull'emittente. Cfr. SEC 4A(c).

<sup>80</sup> Simile divieto è imposto anche per i gestori nell'ordinamento statunitense ai sensi del SEC. 304(2)

<sup>81</sup> Il principio di "pari opportunità" tra i concorrenti assume una valenza diversa nell'ambito di Opa, il quale è diretto a creare una competizione corretta tra gli offerenti interessati all'acquisto degli strumenti emessi da una società quotata. V., TUCCI, *Parità di trattamento e parità di opportunità nelle offerte concorrenti*, in *Corr. giur.*, 2017, pp. 1119 ss., in nota a T.A.R. Lazio, Sez. II *quater*, 10 gennaio, 2017, n. 338.

<sup>82</sup> «La sola eccezione appare costituita dalla segnalazione di valutazioni, commenti o giudizi di parti terze (per esempio, un analista finanziario), purché la provenienza sia inequivocabilmente espressa e chiaramente identificata. Sarebbe invece controversa la validità di un commento o una notazione nello spazio riservato alla singola raccolta, che faccia riferimento a un *rating*, svolto dalla stessa piattaforma sulla base di una metodologia di valutazione del rischio pure identificata o a una qualche forma di *due diligence* condotta dal gestore del portale. Almeno nel contesto dell'Unione Europea, una tale informativa dovrebbe essere comunque resa nel rispetto delle disposizioni in tema di raccomandazioni finanziarie, ma potrebbe essere ritenuta — alla luce della disciplina nazionale comunque inammissibile perché idonea a influenzare la raccolta»: cfr. ACCETTELLA e CIOCCA, *Emittente e portale, Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2017, pp. 237 ss.

<sup>83</sup> La scelta della verifica indiretta sgrava il gestore da responsabilità, ma si traduce in un aggravio dei costi complessivi per la remunerazione della verifica di appropriatezza compiuta da un

raggiungimento della percentuale minima di sottoscrizione dell'offerta da parte di un investitore professionale; o la scelta del terzo intermediario incaricato per la trasmissione e l'esecuzione degli ordini di investimento. Le regole menzionate sono state formulate a beneficio degli investitori, parte debole nella complessa dinamica dell'investimento tramite portali, ma non si risolvono unicamente in loro favore: l'inosservanza inficia retroattivamente la riuscita della campagna.

Il mancato adempimento ad un obbligo di condotta da parte del gestore del portale spalma la responsabilità per inadempimento in capo anche all'emittente, soggetto legato contrattualmente sia al gestore <sup>84</sup> che all'investitore.

#### **4.2. La relazione tra gli investitori e il gestore del portale di *equity crowdfunding*.**

Il gestore del portale svolge la sua attività su un duplice fronte e il segmento consecutivo alla relazione con l'emittente è la relazione che instaura con l'investitore. L'informazione ispira gli obblighi di *disclosure* che gravano sul gestore del portale nella fase "precontrattuale" dell'investimento <sup>85</sup> – sui modi di esercizio dell'attività da parte del portale e la verifica dell'adempimento degli

---

intermediario abilitato. «Il ricorso alla verifica indiretta non comporta di per sé uno scrutinio più penetrante o più esteso, ma solo più qualificato, in ragione della natura di intermediario finanziario di chi lo effettua, con conseguente specificazione ulteriore del grado di diligenza richiesto. Sotto questo profilo la scelta tra verifica diretta e verifica indiretta può aggravare i costi dell'emittente, ma al tempo stesso segnalare agli emittenti e agli investitori un approccio organizzativo al *crowdfunding* almeno in parte affidato all'intermediazione finanziaria tradizionale»: Cfr. ACCETTELLA e CIOCCA, *Emittente e portale*, cit.

<sup>84</sup> La relazione contrattuale tra gestore del portale ed emittente può essere inquadrata nella matrice dei contratti per adesione, sul presupposto che il gestore del portale detti nella propria autonomia d'impresa, regole conformative del rapporto con l'emittente. In dottrina sono state avanzate proposte ricostruttive di diverso tenore quanto alla qualificazione del rapporto fra gestore ed emittente. Secondo Rizzo l'attività prestata dal gestore del portale si avvicina alla figura della mediazione, in quanto consiste nella messa in contatto di due soggetti per la conclusione di un'operazione di investimento, similmente al servizio di ricezione e trasmissione di ordini, *ex artt.* 1, co. 5, lett. e) e 1, co. 5 -*sexies*, t.u.f.: cfr., RIZZO, *Intermediari finanziari*, cit., p. 312. Parimenti, qualifica in termini di mediazione il rapporto tra gestore di diritto ed emittente, OTTOLIA, *L'equity crowdfunding*, cit., pp. 54 ss. Secondo altra dottrina, il modello logico sembrerebbe quello del rapporto che si instaura tra mandante e mandatario, ma «in ragione della natura per lo più materiale ed esecutiva dell'attività del gestore del portale, non sembra troppo peregrina la ricostruzione del negozio tra emittente e gestore del portale come un appalto di servizi (art. 1655 c.c.), anziché come un mandato». ACCETTELLA e CIOCCA, *Emittente e portale*, cit.

<sup>85</sup> VITALI, "Equity crowdfunding", cit., p. 380.

oneri imposti agli emittenti – e nella fase “esecutiva”, sui diritti dell’investitore *retail*, *post* chiusura dell’offerta <sup>86</sup>.

Entrando nell’argomento degli obblighi dei gestori dei portali, bisogna fare attenzione “allo scalino normativo”. Le due categorie di gestori, di diritto e c.d. autorizzati, oltre a rivestire diversa natura giuridica seguono diverse rotte disciplinari. Nell’osservare la delega, il legislatore secondario ha predisposto il Regolamento soprattutto per dare copertura normativa all’attività esercitata dai gestori iscritti nel registro Consob <sup>87</sup>: l’art. 50 -*quinquies*, co. 2, t.u.f., nell’ultima parte, esclude che siano destinatari delle disposizioni della parte II, titolo II, capo II e dell’articolo 32. I gestori di diritto sono soggetti già autorizzati ad operare nei mercati finanziari, e rimangono sottoposti al regime del testo unico senza sconti di disciplina, nel caso si dedichino alla gestione di un portale *on line* per la negoziazione di valori di *equity*. Non significa, comunque, che rimangono estranei alle disposizioni del Regolamento: non possono prescindere dalla verifica della condizione perfezionativa dell’offerta, ossia la sottoscrizione del 5% da parte di un investitore professionale; della pubblicazione dei patti parasociali nel sito *internet* della società offerente; della presenza all’interno degli statuti degli emittenti dei diritti *ex* artt. 24 e 25 del Reg. Consob. La discrepanza dello “scalino normativo” rimane una questione di limitata portata sul piano teorico considerato l’esiguo numero di gestori di diritto annotati <sup>88</sup>.

L’obiettivo è ridurre il divario informativo che rende l’investitore parte debole dell’operazione di finanziamento. Dunque, il principio generale raccomanda al gestore di operare secondo «diligenza, correttezza e trasparenza, evitando che eventuali conflitti di interesse che potrebbero insorgere nello svolgimento dell’attività di gestione dei portali incidano negativamente sugli interessi degli

---

<sup>86</sup> «Il criterio direttivo è – in ossequio al dettato comunitario – apparentemente incentrato su una “tripartizione”, che viene a delineare una sorta di *climax* ascendente (quanto a «bisogno di protezione»): «controparti qualificate», «clienti professionali», «clienti al dettaglio» (art. 6, co. 2 -*quater*, t.u.f.): *Ex multis*, TUCCI, “*Servizio*” e “*contratto*” nel rapporto fra intermediario e cliente, in *I contratti del mercato finanziario*, LENER e GABRIELLI, a cura di, Torino, pp. 185 ss., in part. pp. 193 ss., ivi per maggiori riferimenti bibliografici.

<sup>87</sup> VITALI, “Equity crowdfunding”, cit., p. 384.

<sup>88</sup> Alla data del 30 ottobre 2018, gli enti iscritti alla sezione speciale del registro dei gestori dei portali Consob sono solo due; mentre i gestori autorizzati presenti nella sezione ordinaria sono 28. Il registro dei gestori di portali di *equity crowdfunding* è consultabile all’indirizzo <http://www.consob.it/web/area-pubblica/equity-crowdfunding-gestori>.

investitori e degli offerenti e assicurano la parità di trattamento dei destinatari delle offerte che si trovino in identiche condizioni»<sup>89</sup>. La formula adottata richiama alle clausole generali di correttezza e buona fede del diritto civile, ma propriamente la matrice è l'art. 21 t.u.f. La norma affronta il rapporto asimmetrico tra l'intermediario e il cliente, che può essere foriero di rischi, come l'agire dell'intermediario in danno dei clienti e la difficoltà di questi di poterne controllare l'operato. Più in generale, la vocazione della disposizione è di bandire comportamenti che possano minare il corretto funzionamento del mercato e l'ottimale allocazione delle risorse<sup>90</sup>. E lo stesso spirito vive nella *ratio* dell'art. 13 del Reg. Consob.

Il gestore del portale è gravato da altri obblighi specifici, regole che definiscono sia la struttura che l'organizzazione e regole di comportamento, entrambe *species* rette dal dovere di informazione<sup>91</sup>.

Già cennato, è il dovere del gestore di elaborare, attuare e mantenere «un'efficace politica dei conflitti di interesse, formulata per iscritto, che consenta di individuare le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di interesse lesivo di uno o più investitori, e che definisca le procedure da seguire e le misure da adottare per prevenire o gestire tali conflitti», oggetto di recente revisione. Spetta al gestore l'onere di riesaminare e valutare, con cadenza almeno annuale, la *policy* prevista per la gestione dei conflitti di interesse, e di adottare, nell'eventualità, tutte le misure atte a sopperire le riscontrate carenze. Se le regole predisposte dal gestore non sono aderenti al caso particolare, costui potrà rimediare mediante comunicazione rivolta agli investitori, con la quale chiarisce «la natura generale e/o le fonti di tali conflitti e le misure adottate per mitigare i relativi rischi». Indugiare nelle comunicazioni è, però, sintomatico di una carente politica sui conflitti di interesse. I termini della materia si inaspriscono qualora il gestore decida di condurre sul portale offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari di propria emissione ovvero emessi da un soggetto controllante, controllato o sottoposto a comune controllo (art. 13, co. 1 *-bis*).

---

<sup>89</sup> Cfr. art. 13, co. 1, Reg. Consob.

<sup>90</sup> V., GOBBO, Sub *art. 21 t.u.f.*, in *Commentario t.u.f.*, a cura di Vella, Torino, 2012, I, pp. 256 ss.

<sup>91</sup> MACCHIAVELLO, *La travagliata*, cit., pp. 17 ss.

Tra le altre regole del primo tipo – strutturali ed organizzative – rientra l’art. 14, “*Informazioni relative alla gestione del portale*”. Ai sensi della presente disposizione, sul portale devono essere resi noti – in forma sintetica e facilmente comprensibile – i dati relativi allo stesso gestore (lett. a)) e al modo di esercizio dell’attività (come le procedure di selezione delle offerte, anche se eventualmente affidata a soggetti terzi) (lett. b)), i costi a carico degli investitori (lett. d)), le modalità di gestione degli ordini – compreso l’indicazione di chi svolgerà il *test* di appropriatezza (lett. c) – le misure antifrode e le politiche di protezione dei dati personali (lett. e), f) e g))<sup>92</sup>. Si vedano ancora gli artt. 15 e 16<sup>93</sup>, recanti rispettivamente “*Informazioni relative all’investimento in strumenti finanziari tramite portali*” e “*Informazioni relative alle singole offerte*”<sup>94</sup>. Il primo dei due articoli specifica che il gestore deve fornire, sempre in forma sintetica e comprensibile, tutte le informazioni relative all’investimento in strumenti finanziari e delle sue conseguenze – rischio di perdita del capitale (co. 1, lett. a)) e di illiquidità (co. 1, lett. b))<sup>95</sup> –; mentre, ai sensi del secondo comma, il gestore deve garantire l’accesso all’offerta – nel rispetto dei termini ivi previsti<sup>96</sup> – agli

---

<sup>92</sup> Cfr. art. 19 Reg. Consob.

<sup>93</sup> «Avuto riguardo alle specificità caratterizzanti l’operatività in *equity crowdfunding*, la *disclosure* resa agli investitori in merito all’attività di gestione del portale ed alle caratteristiche delle operazioni di investimento in start up innovative dovrà tenere conto delle prescrizioni contenute negli artt. 14, 15, 16 del Regolamento adottato con delibera Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 riguardante i soggetti iscritti nell’apposito registro tenuto dalla Consob»: cfr. CONSOB, *Comunicazione*, 1 agosto 2013, n. 0066128, cit.

<sup>94</sup> I due articoli specificano il dovere di comportamento sancito all’art. 13, co. 2, Reg. Consob: «Il gestore rende disponibili agli investitori, in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni, tutte le informazioni riguardanti l’offerta che sono fornite dall’offerente affinché gli stessi possano ragionevolmente e compiutamente comprendere la natura dell’investimento, il tipo di strumenti finanziari offerti e i rischi ad essi connessi e prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole».

<sup>95</sup> Cfr. art. 15, co. 1, Reg. Consob, il quale richiede che siano indicati inoltre: «c) il divieto di distribuzione di utili previsto per le *start-up* innovative dall’articolo 25 del decreto; d) il trattamento fiscale di tali investimenti, con particolare riguardo alla temporaneità dei benefici ed alle ipotesi di decadenza dagli stessi, nel caso di *start-up* innovative e PMI innovative; e) le deroghe al diritto societario previste dall’articolo 26 del decreto nonché al diritto fallimentare previste dall’articolo 31 del decreto; f) i contenuti tipici di un *business plan* e del regolamento o statuto di un OICR; g) il diritto di recesso, ai sensi dell’articolo 13, comma 5 e le relative modalità di esercizio».

<sup>96</sup> Cfr. art. 15, co. 2, Reg. Consob: «a) preso visione delle informazioni di *investor education* previste dall’articolo 14, comma 1, lettera k) e delle informazioni indicate al comma 1; b) fornito informazioni in merito alla propria conoscenza ed esperienza per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che gli strumenti finanziari oggetto di offerta comportano, ove il gestore effettui direttamente la verifica prevista dall’articolo 13, comma 5 -bis. Tali informazioni fanno riferimento almeno: i) ai tipi di servizi, operazioni, effettuate anche tramite portali on-line, e strumenti finanziari con i quali l’investitore ha dimestichezza; ii) alla natura, al volume e alla



investitori diversi da quelli professionali o indicati dall'art. 24, co. 2, del Regolamento. La seconda disposizione menzionata prevede che «in relazione a ciascuna offerta il gestore pubblica: a) le informazioni indicate nell'Allegato 3 ed i relativi aggiornamenti forniti dall'offerente, anche in caso di significative variazioni intervenute o errori materiali rilevati nel corso dell'offerta, portando contestualmente ogni aggiornamento a conoscenza dei soggetti che hanno aderito all'offerta; b) gli elementi identificativi dei soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini nonché gli estremi identificativi del conto previsto dall'articolo 17, comma 6; c) le modalità di esercizio del diritto di revoca previsto dall'articolo 25, comma 2; d) la periodicità e le modalità con cui verranno fornite le informazioni sullo stato delle adesioni, l'ammontare sottoscritto e il numero di aderenti; d -bis) l'indicazione dell'eventuale regime alternativo di trasferimento delle quote rappresentative del capitale di piccole e medie imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata previsto dall'articolo 100 -ter, comma 2 -bis, del Testo Unico e le relative modalità per esercitare l'opzione di scelta del regime da applicare»<sup>97</sup>.

---

frequenza delle operazioni, effettuate anche tramite portali *on-line*, su strumenti finanziari, realizzate dall'investitore e al periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite; iii) al livello di istruzione, alla professione, o se rilevante, alla precedente professione dell'investitore; c) dichiarato di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento che intendono effettuare».

<sup>97</sup> Tra le regole di struttura ed organizzazione, rientrano l'art. 20, "*Obblighi di conservazione della documentazione*", e l'art. 20 -bis, "*Procedure di segnalazione delle violazioni*", Reg. Consob. Quest'ultimo è stato inserito per effetto della delibera del 17 gennaio 2018, n. 20204, e prevede che: «Le procedure che attengono ai sistemi interni di segnalazione delle violazioni, previste dall'articolo 4 violazioni, previste dall'articolo 4 -undecies del TUF, sono approvate dall'organo di amministrazione del gestore e definite in linea con il principio di proporzionalità. Il gestore nomina un responsabile dei sistemi interni di segnalazione delle violazioni, il quale ne assicura la corretta funzionalità e riferisce direttamente e senza indugio agli organi aziendali competenti le informazioni oggetto di segnalazione, ove rilevanti. Le procedure indicate al comma 1 prevedono che i soggetti preposti alla ricezione, esame e valutazione delle segnalazioni, il responsabile dei sistemi interni di segnalazione delle violazioni e ogni altro soggetto coinvolto, sono obbligati ad assicurare la confidenzialità delle informazioni ricevute. Le procedure indicate al comma 1 prevedono altresì: a) fermo restando quanto previsto dall'articolo 4 -undecies del TUF, i soggetti che possono attivare i sistemi di segnalazione delle violazioni e gli atti o i fatti che possono essere oggetto di segnalazione; b) le modalità attraverso cui segnalare le presunte violazioni; c) i soggetti preposti alla ricezione delle segnalazioni; d) le modalità e i tempi delle fasi procedurali concernenti la trattazione di una segnalazione e dei soggetti coinvolti; e) le modalità attraverso cui il soggetto segnalante e il soggetto segnalato devono essere informati sugli sviluppi nella trattazione di una segnalazione; f) l'obbligo per il soggetto segnalante di dichiarare se ha un interesse privato collegato alla segnalazione; g) nel caso in cui il segnalante sia corresponsabile delle violazioni, un trattamento privilegiato per quest'ultimo rispetto agli altri corresponsabili, compatibilmente con la disciplina applicabile. Al fine di incentivare l'uso dei sistemi interni di

Il compito fondamentale affidato ai gestori dei portali è sia di definire l'*investor education*<sup>98</sup> sia di supportare un percorso che porti a formulare una scelta consapevole da parte del piccolo investitore. Dunque l'offerta deve essere pubblicata usando un linguaggio chiaro, comprensibile, non equivocabile privo di omissioni, e che non fornisca notizie incoerenti col contenuto dell'offerta<sup>99</sup>. Funge da corollario l'obbligo di trasparenza nel trattare con gli investitori.

---

segnalazione delle violazioni, il gestore illustra al proprio personale, in maniera chiara, precisa e completa, il processo di segnalazione interno, indicando i presidi posti a garanzia della riservatezza dei dati personali del segnalante e del presunto responsabile della violazione. Fermo restando il rispetto delle disposizioni dell'articolo 4 *-undecies* del TUF e del presente articolo, il gestore può esternalizzare l'attività di ricezione, esame e valutazione delle segnalazioni di violazioni». La disposizione esaurisce la delega contenuta nell'art. 4 *-undecies*, co. 4, t.u.f., articolo inserito dall'art. 1 del d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, e poi modificato dall'art. 2 del d.lgs. 21 maggio 2018, n. 68, il quale impone alle autorità di settore – Banca d'Italia e Consob – nei limiti delle loro competenze di predisporre la regolamentazione delle procedure di segnalazione interne delle violazioni, note come *whistleblowing*. È possibile citare l'istituto del *whistleblowing* come esempio paradigmatico dell'importanza dell'autoregolamentazione per il coordinamento tra ordinamenti stranieri e di stimolo per le legislazioni statali. Nella definizione più accreditata nella dottrina statunitense, il *whistleblowing* è «*the disclosure by organizations members (former or current) of illegal, immoral or legitimate practices under the control of their employers, to persons or organizations that may be able to effect action*». Il dibattito giuridico ha preso piede nell'ordinamento americano a partire degli inizi degli anni '70, per formalizzarsi in testo di legge con l'approvazione del *Sarbanes Oxley Act* del 2002, il quale tra le varie misure predisposte, ha imposto all'*audit committee* delle società quotate di prevedere procedure atte al trattamento delle segnalazioni interne anonime dei dipendenti (sec. 301 (4)(B)). Divenuto legge, l'effetto è stato che le società straniere, nei cui rispettivi ordinamenti era assente una normazione in materia, in via autoregolamentare hanno adottato nei propri statuti clausole che proceduralizzavano il fenomeno del *whistleblowing*: Inizialmente la scelta se poteva essere guidata dalla volontà di accedere alla quotazione all'interno del mercato finanziario USA, poi si è tramutata in ragioni di opportunità, legata alla capacità di attrarre nuovi investitori. Nella dottrina statunitense: DELIKAT e PHILLIPS, *Corporate Whistleblowing in the Sarbanes-Oxley/Dodd-Frank Era*, New York, 2018; VAUGHN, *Whistleblowing Law*, Northampton, 2015; ID., *The Success and Failure of Whistleblowers Laws*, Northampton, 2012; BROWN e LEWIS, *International Handbook on Whistleblowing Research*, Northampton, 2014. Nella dottrina italiana: MASSARI, *Il whistleblowing all'italiana: l'evoluzione del modello sino alla legge n. 179 del 2017*, in *Studium Iuris*, 2018, pp. 981 ss.; FORTUNATO, *Corporate Governance. Il whistleblowing nella prospettiva del sistema di controllo interno*, in *Riv. dott. comm.*, 2017, pp. 397 ss.; MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 33 ss.; MANGANO, *La disciplina delle società quotate. Dalla Gerarchia delle fonti al MAC. Recenti tendenze*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber Amicorum P. Abbadessa*, cit., pp. 398 ss. Per una analisi dell'istituto in prospettiva comparatistica, v. THÜSING e FORST, *Whistleblowing – A Comparative Study*, Berlino, 2016.

<sup>98</sup> In proposito, CONSOB, *Le sfide dell'educazione finanziaria. La rilevazione di conoscenze e bisogni formativi, l'individuazione dei destinatari delle iniziative, la definizione di una comunicazione efficace*, LINCiano e SOCCORSO, a cura di, Quaderni di educazione finanziaria, ottobre 2017 – aggiornato a febbraio 2018, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/qdf84.pdf/0fc879e9-7421-44fc-826e-4719555bb82a>.

<sup>99</sup> Cfr. art. 13, co. 3 e 4, Reg. Consob. V. inoltre l'Allegato 3, "Informazioni sulla singola offerta".

Sul fronte delle regole di comportamento, ai gestori della sezione ordinaria è imposto, *ex art. 50 -quinquies* co. 2, t.u.f., il dovere di trasmettere «gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche, Sim, imprese di investimento UE e imprese di paesi terzi diverse dalle banche, e gli ordini riguardanti azioni o quote degli Oicr ai relativi gestori»: pertanto essi non possono procedere alla loro esecuzione<sup>100</sup>. La trasmissione degli ordini agli intermediari abilitati è mirata alla conclusione di un contratto quadro con l'investitore<sup>101</sup>, sul quale effettuare il *test* di appropriatezza<sup>102</sup>: può essere omesso solo se l'ordine è inferiore ad euro cinquecento per le persone fisiche, per singolo ordine, e di euro mille su base annuale; e per le persone giuridiche se l'ordine è inferiore rispettivamente ad euro cinquemila per singolo ordine, e diecimila su base complessiva annuale. Grandezze monetarie che delimitano il massimo investibile per i privati investitori.

La modifica al regolamento nell'anno 2016 ha legittimato le piattaforme a poter condurre direttamente il *test* di appropriatezza – c.d. *opt in*<sup>103</sup> - trasmettendo agli intermediari abilitati solo l'ordine per darvi esecuzione<sup>104</sup>. Il difetto del titolo di “intermediario finanziario” impedisce al gestore di detenere somme di denaro o

---

<sup>100</sup> «Tutti i gestori alternativi integrano un'ibrida e sfuggente figura», in quanto sono soggetti alle disposizioni del t.u.f. fatta eccezione espressa per le norme della Parte II, Titolo II, Capo II (artt. 21 - 25 -bis) e l'art. 32, ma non assumono la dignità di intermediari abilitati: l'attività di gestione del portale non è annoverata tra le attività e i servizi di investimento *ex art. 1, co. 5. t.u.f.*: infatti la trasmissione degli ordini di sottoscrizione e compravendita di strumenti finanziari agli intermediari abilitati è condizione perfezionativa dell'offerta. In dottrina, GIRINO, *Le regole del crowdfunding*, cit., p. 77.

<sup>101</sup> FREGONARA, *Il crowdfunding*, cit., p. 11.

<sup>102</sup> L'articolo 13, co. 3, Reg. Consob, richiede che il portale richiami l'attenzione dell'investitore *retail* «sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie». L'uso dell'avverbio “adeguatamente” è sembrato improprio nel contesto della disciplina regolamentare, ma non ha l'effetto di dare la stura ad una sovrapposizione concettuale della regola di adeguatezza e della regola di appropriatezza.

<sup>103</sup> PASSADOR, *Crowdfunding: tra profili di adeguatezza ed appropriatezza e profili di applicabilità all'aumento di capitale*, in *Banca impr. soc.*, 2015, pp. 287 ss., in part. pp. 313 ss.; FREGONARA, *L'equity based crowdfunding*, cit., p. 2289.

<sup>104</sup> Nel caso in cui il portale decida di procedere alla verifica diretta del livello di esperienza e conoscenza dell'investitore, essa deve essere svolta anche per gli ordini sotto soglia. Cfr. art. 13, co. 5 -bis in combinato con l'art. 17, co. 4, Reg. Consob. *Au contraire*, Il CIP francese invece è tenuto a condurre sugli investitori che si affacciano all'offerta pubblicata sul portale il test di adeguatezza. Nell'ordinamento anglosassone si è parimenti optato per la verifica dell'appropriatezza. Cfr. FCA, *PS14/4 – Our response*, Capitolo 4, punto 24, 42.

strumenti finanziari di pertinenza di soggetti terzi, come impone di astenersi dal formulare raccomandazioni sugli strumenti finanziari oggetto delle offerte pubblicate sul portale, affinché non sia influenzato l'andamento delle adesioni.

Rispetto alle condizioni di perfezionamento dell'offerta, il gestore del portale deve verificare che l'atto costitutivo o lo statuto dell'emittente riconoscano all'investitore, per un periodo non inferiore a tre anni dalla conclusione dell'offerta, il diritto di recesso ovvero il diritto di co-vendita se, scaduta l'offerta, i soci di controllo <sup>105</sup> trasferiscano le proprie partecipazioni – direttamente o indirettamente – ad un soggetto terzo <sup>106</sup>. Al contempo, il gestore è tenuto a controllare che siano stati pubblicati gli eventuali patti parasociali stipulati sul sito *internet* della società <sup>107</sup>. L'offerta si ritiene perfezionata se quota-parte del 5% <sup>108</sup> sia stata sottoscritta da un investitore *sponsor* <sup>109</sup>, individuato in un investitore professionale, fondazione bancaria o da un incubatore certificato di *start-up* innovative, ovvero da un investitore a supporto delle PMI (i *business angels*) <sup>110</sup>.

---

<sup>105</sup> Nella legislazione americana la posizione di controllo è fissata nella percentuale minima della detenzione del 20% delle *securities* in circolazione. Cfr. Sec. 4A(a)(2), (3), (4), (5)).

<sup>106</sup> Cfr. art. 24, co. 1, lett. a). V. anche art. 100 *-ter*, co. 2, t.u.f. Nella legislazione statunitense non è imposta la presenza statutaria di clausole di *lock out*, ma la *way out* dall'investimento è vincolata temporalmente dal divieto di dismissione dell'offerta prima del decorso di un anno dalla data di acquisto, a meno che gli acquirenti di secondo grado siano compiuti da un familiare, un *accredited investors* o dallo stesso emittente.

<sup>107</sup> Cfr. art. 24, co. 1, lett. b).

<sup>108</sup> In termini critici si esprime sulla percentuale di *timing* Cappelli, la quale afferma che «l'impressione è, dunque, che il legislatore confidi maggiormente nella "attrattiva" che da un determinato gruppo di soggetti può promanare, in termini di serietà e di capacità imprenditoriali, piuttosto che nella completezza delle informazioni date e nella capacità diffusa di valutare i rischi e i benefici dell'investimento»: CAPELLI, *L'equity based crowdfunding*, cit., p. 11.

<sup>109</sup> La disposizione di rango primario – art.100 *-ter*, co. 2, t.u.f. – ammette la possibilità che l'offerta sia riservata ad intero a clienti professionali.

<sup>110</sup> L'art. 24, co. 2, richiede che questi soggetti siano in possesso dei seguenti requisiti: «valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a cinquecento mila euro, in possesso dei requisiti di onorabilità previsti dall'articolo 8, comma 1 e di almeno uno dei seguenti requisiti: 1. aver effettuato, nell'ultimo biennio, almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in piccole e medie imprese, ciascuno dei quali per un importo almeno pari a quindicimila euro; 2. aver ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in piccole e medie imprese diverse dalla società offerente». Inoltre, come specificato dal comma seguente, 2 *-bis*: «il cliente professionale su richiesta trasmette al gestore un'attestazione rilasciata dall'intermediario di cui è cliente, dalla quale risulta la classificazione quale cliente professionale. Ai fini dell'accertamento della qualità di investitore a supporto delle piccole e medie imprese, il soggetto interessato presenta al gestore: una o più dichiarazioni rilasciate da banche o imprese di investimento da cui risulta che il valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, è superiore a cinquecento mila euro; le certificazioni attestanti l'insussistenza di una delle situazioni di cui all'articolo 8, comma 1 ovvero, ove i gestori lo consentano, la dichiarazione sostitutiva di atto notorio/certificazione resa ai sensi degli articoli 46 e 47 del decreto del Presidente della Repubblica 28 dicembre 2000, n. 445; le

La soglia scende al 3% qualora l'offerta si stata lanciata da una PMI in possesso di una «certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta, redatti da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili»<sup>111</sup>.

In ultimo, il gestore deve sincerarsi che sia stata costituita la provvista necessaria sul conto indisponibile dell'emittente<sup>112</sup>, a tutela del diritto di revoca per l'investitore: nel caso sopraggiungano fatti nuovi o sia rilevato un errore materiale, in grado di influire sulla decisione di investimento, l'investitore può infatti esercitare il diritto di revoca dell'offerta entro sette giorni dalla scoperta<sup>113</sup>. In ogni caso, il gestore del portale deve assicurare anche il contestuale diritto di recesso con comunicazione diretta allo stesso gestore, senza l'addebito di spese, entro sette giorni dall'adesione dell'offerta<sup>114</sup>. Analogie sono riscontrate con il diritto di recesso *ad nutum* nella materia consumeristica *ex art. 67 -duodecies* cod. cons.<sup>115</sup>. In realtà, il consumatore dispone del termine più ampio di 14 giorni per

---

visure camerali attestanti le cariche di amministratore di piccole e medie imprese e le relative deleghe; per ciascuna operazione, la certificazione della piccola e media impresa che attesti gli investimenti effettuati nell'ultimo biennio».

<sup>111</sup> Cfr. Art. 24, co. 2 -*ter*, Reg. Consob. Il comma è stata aggiunto con la delibera Consob del 29 novembre 2017, n. 20204.

<sup>112</sup> Cfr. art. 25, co. 1, Reg. Consob.

<sup>113</sup> Cfr. art. 25, co. 2, Reg. Consob, in combinato con l'art. 17, co. 6.

<sup>114</sup> Cfr. art. 13, co. 5, Reg. Consob. «A questo riguardo, potrebbe ritenersi che l'obbligo di cui il gestore risulta destinatario ai sensi di tale previsione venga assunto ai sensi dell'art. 1381 c.c. – ossia per il fatto del terzo (l'emittente) – e sia correttamente assolto qualora il gestore faccia in modo che, da una parte il proprio portale possa “veicolare” l'esercizio del recesso dell'investitore all'emittente e, dall'altra parte, quest'ultimo vi dia seguito svincolando le somme depositate quale provvista per la sottoscrizione sul suo conto corrente in applicazione del terzo comma dell'art. 25 che, si ritiene, contempla un principio di carattere generale che ne giustifica l'applicazione anche nel caso di esercizio del recesso ai sensi dell'art. 13 Regolamento»: VITALI, “Equity crowdfunding”, cit., p. 396.

<sup>115</sup> Analogie si riscontrano anche con la disciplina del recesso dettata per i contratti di collocamento di strumenti finanziari (o di gestione di portafogli) conclusi fuori sede: l'efficacia del contratto rimane sospesa per sette giorni dalla data di sottoscrizione, ed entro tale termine l'investitore può comunicare di recedere senza spese dal contratto (art. 30, co. 6, t.u.f.). Addirittura l'omessa previsione della clausola contrattuale che riconosce il diritto di recesso inficia il contratto a titolo di nullità relativa (art. 30, co. 7, t.u.f.). L'istituto del diritto di recesso nelle offerte fuori sede vive la sua stagione di tensione nel 2013, poiché forma oggetto di due interventi, uno giurisprudenziale e l'altro normativo. Il tema oggetto del contendere era se nell'area del contratto di collocamento annoverato nell'art. 30 t.u.f. rientrassero anche i contratti di vendita di strumenti finanziari conclusi fuori sede, in esecuzione di contratti diversi dal collocamento in senso proprio. La pronuncia della Cassazione a Sezioni Unite del 3 giugno 2013, n. 13905, sopraggiunge a comporre il contrasto che si era formato in giurisprudenza, e propende per un'accezione ampia del concetto di collocamento, permettendo l'applicazione estensiva dello *ius poenitendi ex art. 30, co. 6, t.u.f.*, a tutti i contratti conclusi fuori sede nell'ambito della prestazione di servizi di investimento diversi dal collocamento. La critica sollevata in dottrina era fondata sulla

l'esercizio del "ripensamento": il contratto rimane pendente e soggetto ad una condizione sospensiva meramente potestativa.

La tangenza con la disciplina consumeristica interroga sulla natura di servizio accessorio della gestione dei portali. A monte, la questione si inserisce nelle differenze che insistono tra la figura del gestore intermediario e il gestore non intermediario. Nella materia del Testo Unico, i servizi accessori sono prestati senza la copertura di una riserva di attività. Ne consegue che possono avere elevata complementarità con il servizio di investimento a cui è autorizzato l'intermediario abilitato, ma altrettanto possono avere carattere di autonomia con il servizio principale e addirittura essere forniti da un soggetto non autorizzato all'attività di intermediazione.

La determinazione del carattere di "accessorietà" è necessaria, in linea di principio, per l'applicazione delle regole di comportamento prescritte per la prestazione dei servizi finanziari e attività di investimento, nonché dei servizi accessori (art. 21 t.u.f.).

Come chiarito, l'attività di gestione dei portali per un intermediario abilitato è qualificata come una prestazione di carattere esecutivo, la quale non lo solleva dagli oneri comportamentali previsti dal t.u.f. L'autorizzazione allo svolgimento di un tipico servizio di investimento copre anche la diversa attività di gestione dei

---

considerazione che solo nel contratto di collocamento gli strumenti finanziari sono offerti a condizioni standardizzate e ad un prezzo prefissato; nelle dinamiche degli altri contratti di finanziamento la formazione del prezzo dei relativi strumenti è soggetto alle fluttuazioni di mercato, con la conseguenza che non può darsi corso all'esecuzione dell'ordine prima del termine di sette giorni. Pronta è stata la reazione del legislatore, che nell'agosto dello stesso anno, ha emanato la legge di conversione del Decreto del Fare, n. 98/2013, tramite la quale ha ristretto il campo del diritto di recesso ai contratti di collocamento in senso tecnico, valorizzando il tenore letterale della norma del t.u.f., ed ha parzialmente ampliato la disciplina ricomprendendovi solo il servizio di negoziazione per conto proprio (art. 1, co. 5, lett. a), t.u.f.). *Ex multis*, DE MARI, *Recenti sviluppi del diritto di recesso nell'offerta fuori sede di strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2014, pp. 876 ss.; GHETTI, *I "contratti di collocamento" nell'art. 30, comma 6, t.u.f.*, in *Giur. comm.*, 2014, pp. 965 ss.; RENZULLI, *I limiti della disciplina del diritto di recesso nell'offerta fuori sede e il problema dell'applicazione "sostanziale" delle regole di condotta nella valutazione di adeguatezza dei contratti derivati*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, pp. 40 ss.; TUCCI, *L'offerta fuori sede nella stagione del nichilismo giuridico*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, pp. 524 ss. Differenze si possono invece riscontrare rispetto alla disciplina del recesso nei contratti di credito *ex art. 125 -ter t.u.b.*: la norma presuppone l'intervenuta conclusione del contratto in quanto al cliente è dato il diritto di recedere entro trenta giorni dalla conclusione del contratto di credito. V., BLANDINI, *Servizi finanziari per via telematica e le prospettive del diritto societario online*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, pp. 46 ss.

portali, tanto che l'intermediario deve indirizzare alla Consob una semplice comunicazione al fine di ottenere l'iscrizione all'interno della sezione speciale del registro. L'assenza di un'autorizzazione *ad hoc* è emblematica del carattere non autonomo dell'attività di gestione dei portali, pur se occorre sottolineare che quest'ultima non figura nell'elenco collocato nella Sezione B), “*Servizi accessori*”, dell'Allegato 1 al t.u.f.<sup>116</sup>, e pertanto non dovrebbero operare le previsioni di cui all'art. 21 t.u.f.

Simile qualificazione non è possibile per i gestori diversi dagli intermediari abilitati, per i quali la natura professionale dell'attività di gestione è enunciata dall'art. 50 *-quinquies*, co. 1, t.u.f.. Costoro sono legittimati ad operare come portali di *crowdfunding* in forza di una apposita autorizzazione rilasciata dalla Consob, ma non possono prestare servizi di investimento oggetto della riserva di attività di cui all'art. 18 t.u.f.

L'art. 50 *-quinquies* t.u.f. dichiara inapplicabili ai soggetti iscritti (e per tali sembra si debbano intendere esclusivamente i gestori diversi dagli intermediari

---

<sup>116</sup> Prima che intervenisse la riforma al t.u.f. portata dal d.lgs. del 3 agosto 2017, n. 129, i servizi accessori erano elencati sotto al comma 6 dell'art. 1, t.u.f.: «per «servizi accessori» si intendono: a) la custodia e amministrazione di strumenti finanziari e relativi servizi connessi; b) la locazione di cassette di sicurezza; c) la concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento; d) la consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse, nonché la consulenza e i servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese; e) i servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari, ivi compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia e collocamento; f) la ricerca in materia di investimenti, l'analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti operazioni relative a strumenti finanziari; g) l'intermediazione in cambi, quando collegata alla prestazione di servizi di investimento; g *-bis*) le attività e i servizi di individuati con regolamento del Ministero dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, e connessi alla prestazione di servizi di investimento o accessori aventi ad oggetto strumenti derivati». Nel t.u.f. successivo alla riforma, l'elenco è stato soppresso dall'art. 1, co. 6, t.u.f. e collocato nella Sezione B, dell'Allegato 1 al t.u.f., il quale prevede come servizi accessori: «(1) Custodia e amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti, inclusi la custodia e i servizi connessi come la gestione di contante/garanzie reali ed esclusa la funzione di gestione dei conti titoli al livello più elevato. (2) Concessione di crediti o prestiti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a uno o più strumenti finanziari, nella quale interviene l'impresa che concede il credito o il prestito. (3) Consulenza alle imprese in materia di struttura del capitale, di strategia industriale e di questioni connesse, nonché consulenza e servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese. (4) Servizio di cambio quando detto servizio è legato alla fornitura di servizi di investimento. (5) Ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti le operazioni relative a strumenti finanziari. (6) Servizi connessi con l'assunzione a fermo. (7) Servizi e attività di investimento, nonché servizi accessori del tipo di cui alle sezioni A o B, collegati agli strumenti derivati di cui alla sezione C, punti (5), (6), (7) e (10), se legati alla prestazione di servizi di investimento o accessori».

abilitati) le disposizioni di cui al titolo II, Capo II, parte I, nonché l'art. 32 t.u.f., vale a dire le regole in materia di obblighi di comportamento e di offerta a distanza. Il che spiega l'obbligo di rivolgersi ad intermediari abilitati per l'esecuzione di ordini e il divieto di detenere denaro della clientela.

Per le ragioni esposte, all'attività di gestione devono ritenersi applicabili le sole regole di condotta ad esse proprie, naturalmente suscettibili di integrazione attraverso i canoni di correttezza e buona fede.

Tra le disposizioni che non sono suscettibili di applicazione alla fattispecie dei gestori dei portali autorizzati, l'art. 50 *-quinquies*, co. 2, t.u.f. fa rientrare l'art. 23 t.u.f., sulla disciplina dei contratti di investimento <sup>117</sup>. La norma impone il requisito generale della forma scritta dei contratti di investimento e la consegna di una copia al cliente (co. 1). Il formalismo negoziale è uno strumento di tutela del cliente al dettaglio contro l'asimmetria informativa: la contrattualizzazione

---

<sup>117</sup> L'articolo è stato oggetto di recente modifica. Infatti il comma 1 è stato sostituito per effetto dell'intervento apportato dall'art. 2 d. lgs. del 3 agosto 2017, n. 129, e attualmente recita: «i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, e, se previsto, i contratti relativi alla prestazione dei servizi accessori, sono redatti per iscritto, in conformità a quanto previsto dagli atti delegati della direttiva 2014/65/UE, e un esemplare è consegnato ai clienti. La Consob, sentita la Banca d'Italia, può prevedere con regolamento che, per motivate ragioni o in relazione alla natura professionale dei contraenti, particolari tipi di contratto possano o debbano essere stipulati in altra forma, assicurando nei confronti dei clienti al dettaglio appropriato livello di garanzia. Nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo». Tra le novità, rispetto alla precedente versione, il nuovo precetto normativo estende il requisito della forma scritta anche ai contratti di consulenza in materia finanziaria ex art. 1, co. 5, lett. f), t.u.f. L'art. 23 detta la disciplina dei contratti sulla prestazione dei servizi di investimento, anche accessori, indicando tra i requisiti la generale forma scritta dei contratti (co. 1), il dovere di consegnare un esemplare in copia al cliente (co. 1), il divieto di rinvio agli usi per dare contenuto alle pattuizioni (co. 2), la distribuzione dell'onere della prova nei giudizi di risarcimento dei danni (co. 6). La disciplina è completata sul piano regolamentare dagli artt. 37 e 38 del Reg. Interm. I contratti del citato art. 23 t.u.f. hanno attraversato il dibattito tra la tipicità e la atipicità contrattuale, e di corollario dei limiti dell'autonomia dei privati, «dato che è strettamente legato sia a quello del potere dei privati di concludere contratti non appartenenti “ai tipi aventi una disciplina particolare”, sia a quello della meritevolezza dell'interesse in concreto perseguito nei contratti atipici (art. 1322 c.c.)». L'applicazione del metodo c.d. tipologico, con il sussidio del criterio della causa in concreto, ha permesso di affermare la natura di norma di categoria dell'art. 23 t.u.f. La disposizione, infatti, non delinea un nuovo tipo contrattuale nel quale sussumere i sottotipi contrattuali che l'autonomia delle parti ha definito tramite variazioni rispetto alla fattispecie legale; invero, ha l'anima di una “norma quadro” e si impone a delinearne gli elementi di validità legale che i contratti di investimento devono seguire affinché siano giuridicamente ammissibili: culmina «piuttosto una disciplina di protezione destinata a realizzare, in via mediata, gli obiettivi generali che il testo unico si prefigge, e cioè l'integrità del mercato finanziario, soprattutto sotto il profilo della trasparenza e dell'adeguata e corretta informazione degli investitori». L'inciso sintetizza la *ratio* della norma e diventa principio generale del diritto dei contratti nel mercato finanziario. *Ex multis*, GABRIELLI e LENER, *Mercati*, cit., p. 37, a cui si rinvia in generale per un miglior approfondimento sul tema e maggiori riferimenti bibliografici. V. altresì, MAGGIOLO, *Servizi ed attività*, cit., pp. 463 ss.



dell'accordo di base – su carta o altro supporto durevole <sup>118</sup> – permette all'investitore di identificare le clausole che regolano la relazione con l'intermediario finanziario <sup>119</sup>. L'espressa esclusione dalla regolamentazione del *crowdfunding*, sembra far presumere che i rapporti tra il gestore del portale e gli investitori ricadano nella cornice dell'accesso gratuito dei servizi *web*, il che peraltro non esclude a priori né la configurabilità di una relazione giuridicamente rilevante né le ipotesi di responsabilità (quanto meno) da contatto sociale, nel caso di “visitatori”.

Nella dicotomia tra regole di validità e regole di responsabilità, gli obblighi di condotta del gestore del portale si iscrivono in quest'ultima categoria. Nella prospettiva dell'investitore, gli obblighi del portale assumono la valenza di obblighi di protezione, i quali consolidano il rapporto tra le parti a titolo di “contatto sociale qualificato”: i referenti normativi dell'istituto sono il dovere inderogabile di solidarietà – art. 2 Cost. – posto a salvaguardia degli interessi dell'individuo nelle relazioni sociali ed economiche, e la clausola generale di correttezza e buona fede di cui agli artt. 1175, 1375 e 1337 c.c., che attraverso i canoni di «diligenza, correttezza e trasparenza» imposti dal Reg. Consob, informano anche la disciplina dei gestori dei portali di *equity crowdfunding*. A differenza della responsabilità aquiliana, nel contatto sociale qualificato il rapporto, seppur non è formalmente contrattuale, è fonte di effetti obbligatori diretti <sup>120</sup>, la cui contravvenzione si manifesta in una forma di responsabilità da inadempimento ai sensi dell'art. 1218 c.c. <sup>121</sup>.

---

<sup>118</sup> Cfr. art. 2, lett. z), Reg. Prospetto n. 1129/2017: «supporto durevole»: qualsiasi strumento che: i) permetta al cliente di memorizzare informazioni a lui personalmente dirette, in modo che siano accessibili per la futura consultazione durante un periodo di tempo adeguato ai fini cui sono destinate le informazioni stesse; e ii) consenta la riproduzione inalterata delle informazioni memorizzate».

<sup>119</sup> Ai sensi dell'art. 23, co. 3, t.u.f., il difetto della forma scritta ed il rinvio agli usi nella determinazione del contenuto del contratto sono motivo di nullità relativa.

<sup>120</sup> Cfr. art. 1173 c.c. il quale annovera tra le fonti dell'obbligazione «ogni altro atto o fatto idoneo a produrle in conformità dell'ordinamento giuridico».

<sup>121</sup> Si pensi alla responsabilità delle agenzie di *rating*. Il compito delle società che si occupano del *rating* è di formulare valutazioni indipendenti sul merito di credito di soggetti o di strumenti finanziari. I giudizi elaborati hanno un innegabile impatto sul mercato, poiché data l'aleatorietà insita nell'investimento, sono in grado di ingenerare affidamento degli investitori e modificarne le scelte di comportamento. La riflessione giuridica si è a lungo interrogata sulla natura della responsabilità derivante dalla diffusione di giudizi imprecisi e non veritieri ovvero della tardività della redazione dei relativi giudizi. Gli orientamenti che si sono confrontati erano divisi tra

L'accesso degli investitori al sito *web*, tramite procedura di *log in*, nella prassi peraltro comporta l'accettazione di condizioni generali di utilizzazione del servizio, e dunque dà vita ad un vero e proprio rapporto negoziale, il che permette di riconoscere la responsabilità *ex contractu* del gestore. A tal proposito, l'ultimo comma dell'art. 23 introduce una misura di favore per gli investitori nell'ambito dell'onere della prova nei giudizi di risarcimento dei danni per la prestazione dei servizi di investimento: «spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta». L'investitore, per effetto della precitata norma, è alleggerito dal dovere di dimostrare il comportamento dovuto da parte dell'intermediario, ma non è esonerato dal carico della prova rispetto al danno

---

un'ipotesi di responsabilità extracontrattuale, un'ipotesi di assenza di responsabilità ovvero una responsabilità da contatto sociale. Al fine di una effettiva tutela del terzo, dottrina e giurisprudenza hanno optato per un'interpretazione costituzionalmente orientata dei canoni di buona fede e correttezza contrattuale, tale da estendere la copertura della responsabilità da inadempimento anche agli investitori che abbiano fatto affidamento sulle valutazioni prodotte dalle agenzie di *rating*. La conclusione risulta valida sia nell'ipotesi di c.d. "*solicited rating*" – alla base insiste un contratto tra l'emittente e l'agenzia di *rating* – che di "*unsolicited rating*" – manca la stipula di un contratto tra emittente ed agenzia di *rating*. L'ipotesi della responsabilità aquiliana verrebbe a sopravvivere per i terzi che non abbiano differenziato la propria posizione giuridica. Ulteriore caso è la responsabilità della società di revisione, la quale ai sensi dell'art. 15, d.lgs. 39/2010, risponde nei confronti dei terzi «per i danni derivanti dall'inadempimento dei loro doveri». Anche in tal caso, l'affidamento ingenerato nei confronti dei terzi dalla propria attività certificativa dei dati economico-finanziari della società sottoposta a revisione, matura una forma di responsabilità da contatto sociale scaturente dalla violazione di un obbligo di protezione, purché venga accertata la posizione di *proximity* al contratto stipulato tra la società di revisione e la società revisionata. In dottrina: MIOTTO, *La funzione di revisione legale: intersezione fra disciplina dell'attività e dei soggetti*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 433 ss.; CORAPI, *Gli attori del commercio internazionale*, in *Dir. comm. inter.*, 2017, pp. 398 ss.; D'AMATO, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, in *Nuovo dir. soc.*, 2016, pp. 91 ss.; KINDELER, *La responsabilità dei revisori legali e delle società di revisione legale: un confronto tra la disciplina italiana e tedesca*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 1124 ss.; ZITO, *Doveri informativi nella prestazione dei servizi finanziari: l'intermediario non è responsabile per ciò che non era prevedibile*, in *Resp. civ. prev.*, 2015, pp. 243 ss.; PRESTI, *Rating*, in *Enc. dir.*, Ann. VII, 2014, pp. 847 ss.; RENZULLI, *Osservazioni in tema di obblighi informativi degli intermediari nella valutazione di adeguatezza e rilevanza del giudizio di rating*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, pp. 312 ss.; GRECO, *La responsabilità «extracontrattuale» dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, in *Resp. civ. prev.*, 2013, pp. 1452 ss.; SALERNO, *La responsabilità del revisore tra nuove incertezze e vecchi problemi*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 985 ss.; SAPONARO, *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a rispondere*, in *Danno e resp.*, 2013, pp. 177 ss.; CARRIERO, *Brevi note sulle agenzie di rating*, in *Foro it.*, 2012, V, pp. 49 ss.; CATERINO, *Rating (mercati finanziari)*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Torino, 2012; SPIOTTA, *La responsabilità civile del revisore legale in base all'art. 15 del d. lgs. 39/2010*, in *Giur. comm.*, 2012, pp. 693 ss.; GIUDICI, *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?*, in *Società*, 2011, pp. 1444 ss., in nota a Trib. Milano, Sez. VI, 1 luglio 2011; SCARPONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contr. e impr.*, 2011, pp. 764 ss.; CRESPI, *La pretesa "posizione di garanzia" del revisore contabile*, in *Riv. Soc.*, 2006, pp. 373 ss.

subito e al nesso di causalità <sup>122</sup>. L'investitore di un'offerta tramite portali, per effetto della non applicabilità della precitata norma, è gravato *tout court* del regime probatorio codificato per la responsabilità contrattuale.

La contravvenzione degli obblighi di condotta, prima di innescare il meccanismo giuridico della responsabilità civile, attiva il meccanismo di *enforcement* sul mercato che agisce a discredito della reputazione acquisita dal portale. Il portale ha ruolo di *gatekeeper* nella transazione tra investitore ed emittente nell'operazione dell'*equity crowdfunding* <sup>123</sup>. Nella definizione accreditata nella letteratura economica, il *gatekeeper* è definito come l'agente economico che, nello spazio del mercato primario, garantisce l'accuratezza dell'informazione, prestando in garanzia la propria reputazione <sup>124</sup>. Seppur responsabile diretto della veridicità dell'informazione immessa sul mercato è l'emittente, costui però è una piccola e media impresa che – probabilmente – concorre per la prima volta nel mercato dei capitali, e dunque è privo di un capitale reputazionale. Pertanto nella dinamica

---

<sup>122</sup> LENER e LUCANTONI, *Sub art. 23 t.u.f.*, in *Il Testo Unico della Finanza*, FRATINI e GASPARRI, a cura di, Torino, 2012, I, pp. 414 ss.

<sup>123</sup> IOVENO, *Il portale nell'equity crowdfunding: un nuovo gatekeeper? Un'analisi alla luce della regolamentazione italiana e statunitense*, in *Dir. Inf.*, 2016, pp. 1 ss., ivi per ulteriori riferimenti bibliografici.

<sup>124</sup> «Gatekeepers are reputational intermediaries who provide verification and certification services to investors. These services can consist of verifying a company's financial statements (as the independent auditor does), evaluating the creditworthiness of the company (as the debt rating agency does), assessing the company's business and financial prospects vis-a-viz its rivals (as the securities analyst does), or appraising the fairness of a specific transaction (as the investment banker does in delivering a fairness opinion) [...] To be sure, the gatekeeper as watchdog is typically paid by the party that is to watch, but its relative credibility stems from the fact that it is in effect pledging a reputational capital that it has built up over many years of performing similar services for numerous clients»: COFFEE JR., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, in *Columbia Law & Economics working Paper no. 207*, 2002, pp. 5 ss., disponibile all'indirizzo [http://ssrn.com/abstract\\_id=325240](http://ssrn.com/abstract_id=325240). Invece KRAAKMAN afferma che i *gatekeepers* sono «private parties who are able to disrupt misconduct by withholding their cooperation from wrongdoer». Cfr. KRAAKMAN, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, in *J. L. Econ. & Org.*, 2, 1986, p. 53.

Nella dottrina straniera, v.: MILLER, *Financial Services Providers, Reputation and Virtuous Triangle*, in *The Future of Financial Regulation*, MACNEIL e O'BRIEN, a cura di, Oxford, 2010, pp. 381 ss., in part. pp. 389 – 390; HERTING, KRAAKMAN e ROCK, *Issuers and Investor Protection*, in *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, 2009, pp. 299 ss.; HOPT, *Company Law Modernization: Transatlantic Perspectives*, in *Riv. soc.*, 2006, pp. 906 ss.;

Nella dottrina italiana, v.: PERRONE, *Sistema dei controlli e mercato dei capitali*, in *Riv. soc.*, 2011, pp. 841 ss., disponibile all'indirizzo [https://www.academia.edu/37669042/Sistema\\_dei\\_controlli\\_e\\_mercato\\_dei\\_capitali](https://www.academia.edu/37669042/Sistema_dei_controlli_e_mercato_dei_capitali);

PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive futura*, in *Giur. comm.*, 2010, pp. 121 ss.; PRESTI, *La responsabilità del revisore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, pp. 160 ss.; FERRARINI e GIUDICI, *La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2006, pp. 573 ss.

delle operazioni di *equity crowdfunding*, il gestore del portale è l’“*information intermediary*”<sup>125</sup> che sopperisce al *gap* informativo tra gli attori del finanziamento, per il quale la minaccia di un pregiudizio in termini di reputazione – prima ancora della sanzione amministrativa – è uno strumento deterrente contro la violazione di un obbligo regolamentare di condotta, ed in via di effetto ingenera un maggiore affidamento nella platea degli investitori non sofisticati<sup>126</sup>.

### **5. L’offerta tramite portale: dimensioni e oggetto.**

*«Le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali possono avere ad oggetto soltanto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalle piccole e medie imprese, dalle imprese sociali e dagli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese. Le offerte relative a strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese devono avere un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell’art. 100, comma 1, lett. c» (art. 100 -ter, co. 1, t.u.f.).*

Le proprietà dell’offerta di capitali tramite portali *online* sono un ulteriore tratto che segna il «superamento di alcune categorie concettuali del diritto societario e di quello dei mercati finanziari»<sup>127</sup>. Infatti è un’ipotesi peculiare di offerta al pubblico<sup>128</sup>, non solo sotto il profilo soggettivo, del quale si è dato precedente conto<sup>129</sup>, ma anche sotto il profilo oggettiva dell’offerta.

---

<sup>125</sup> IOVENO, *Il portale*, cit., p. 15.

<sup>126</sup> Talbot afferma che la *gatekeeping regulation* «involves a focus and engagement with those who are not regulators and who are not regulates themselves but have a strategic position over those who are, which enables them to exercise influence and control over them». Cfr. TALBOT, *Progressive Corporate Governance for the 21st Century Oxon: Routledge*, 2013, p. 152. V. altresì, SMORTO, *Reputazione, fiducia e mercati*, in *Eur. dir. priv.*, 2016, pp. 199 ss.

<sup>127</sup> GUACCERO, *La start-up*, cit., p. 702.

<sup>128</sup> Cfr. art. 2, co. 1, lett. g), Reg Consob: «“offerta”: l’offerta al pubblico condotta attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali di rischio, ai sensi dell’articolo 100 -ter, comma 1, del Testo Unico»

<sup>129</sup> Al riguardo, non sembra da condividersi l’opinione apparsa in dottrina che afferma che, con la ultima tornata riformistica, si palesi un difetto di coordinamento tra l’art. 50 -*quinquies* e l’art. 100 -ter t.u.f., che *de facto* limiterebbe l’ammissione ai portali alle sole *start-up* e PMI innovative. Cfr. DE LUCA, FUNARI e GENTILE, *Equity Crowdfunding*, cit., p. 167, nt. 55.

*Quantitativamente*, la dimensione dell'offerta non può superare l'ammontare di euro otto milioni <sup>130</sup>, affinché sia esentata dalla disciplina comune dell'appello al pubblico risparmio e dal dovere di redazione e pubblicazione del prospetto informativo <sup>131</sup>. Inoltre, il Regolamento stabilisce un massimale nell'investimento, a seconda che l'ordine sia impartito da un investitore persona fisica ovvero persona giuridica. Nel primo caso, il controvalore dell'investimento non può essere superiore ad euro cinquecento per singolo ordine, e annualmente ad euro

---

<sup>130</sup> La delibera Consob del 9 novembre 2017, n. 20686 ha modificato la soglia di esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto di offerta, adeguandosi alle novità introdotte a livello comunitario dal Regolamento Prospetto UE 2017/1129: il relativo art. 3, par. 2, co. 1, lett. b) rimette alla discrezionalità degli Stati membri di esentare dalla pubblicazione del prospetto informativo qualora «il corrispettivo totale di ciascuna offerta nell'Unione sia inferiore a un importo monetario calcolato su un periodo di 12 mesi che non superi 8.000.000 di euro». Alla luce anche delle osservazioni positive pervenute in risposta al documento di consultazione pubblicato in data 28 giugno 2018, nell'art. 1, “Modifiche al regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni, concernente la disciplina degli emittenti”, della precitata delibera, la Consob statuisce che: «Al regolamento adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni, sono apportate le seguenti modificazioni: 1) nella Parte II, Titolo I, Capo V, Sezione I, all'articolo 34 *-ter*, comma 1, i. la lettera c) è sostituita dalla seguente: “c) aventi ad oggetto prodotti finanziari il cui corrispettivo totale nell'Unione Europea, calcolato su un periodo di 12 mesi, è inferiore a 8.000.000 di euro.”; ii. alla lettera f) la parola “OICR” è sostituita dalla parola “FIA”; 2) nella Parte II, Titolo II, Capo II, Sezione IV, all'articolo 72, comma 1 *-bis*, dopo le parole “presente Sezione”, sono inserite le seguenti: “ivi inclusa l'emissione a pagamento di titoli di capitale mediante offerta al pubblico per un importo inferiore a 8.000.000 di euro in esenzione dall'obbligo di prospetto ai sensi dell'art. 34 *-ter*, comma 1 lettera c)”». Le modifiche introdotte sono in vigore a decorrere dal 30 novembre 2018, ossia dal giorno successivo della pubblicazione della delibera nella Gazzetta Ufficiale n. 278 del 29 novembre 2018 (art. 2 della delibera). Cfr. CONSOB, *Modifiche al regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche e integrazioni (regolamento emittenti) relative alla soglia di esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto per l'offerta pubblica di titoli in attuazione del Regolamento (UE) 2017/1129 (Regolamento Prospetto)*, delibera del 9 novembre 2018, n. 20686, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino2018/d20686.htm>.

<sup>131</sup> L'art. 100 t.u.f., rubricato “Casi di inapplicabilità”, elenca una serie di circostanze che seppur collimano i termini di un'offerta al pubblico sono sottratti dall'applicazione delle norme sull'appello al pubblico risparmio al Titolo II, Capo I, della Parte IV del t.u.f. In particolare, l'ipotesi che interessa è quella contemplata alla lett. c), ai sensi della quale sono esenti le offerte «di ammontare complessivo non superiore a quello indicato dalla Consob con regolamento». La norma fa riferimento al Regolamento Emittenti n. 11971/1999, ora recentemente modificato con delibera del 28 dicembre 2017, n. 20250. Ivi, l'art. 34 *-ter*, “*Casi di inapplicabilità ed esenzioni*”, stabilisce che «le disposizioni contenute nel Capo I del Titolo II della Parte IV del Testo Unico e quelle del presente Titolo non si applicano alle offerte al pubblico: [...] c) aventi ad oggetto prodotti finanziari inclusi in un'offerta il cui corrispettivo totale calcolato all'interno dell'Unione Europea, sia inferiore a 5.000.000 di euro. A tal fine si considerano unitariamente più offerte aventi ad oggetto il medesimo prodotto effettuate dal medesimo emittente od offerente nell'arco di dodici mesi».

mille per gli ordini complessivi <sup>132</sup>. Con riferimento alle persone giuridiche i parametri monetari si innalzano rispettivamente a euro cinquemila e diecimila <sup>133</sup>.

Il tetto massimo degli otto milioni di euro è posto se l'offerta è drenata esclusivamente da un gestore del portale di *equity crowdfunding*. Ragioni di coerenza sistematica richiedono che il rispetto del suddetto limite si imponga anche quando l'offerta sia realizzata parzialmente da un gestore di un portale e da altro gestore di portali ovvero da un intermediario finanziario <sup>134</sup>. Ad imporlo è il dettato dell'art. 34 *-ter*, co. 1, lett. c), del Reg. Emittenti, il quale al secondo alinea prescrive l'estensione del limite massimo a tutte le offerte aventi ad oggetto il medesimo prodotto ed avviate dallo stesso emittente, nell'arco di dodici mesi. Inoltre, a prescindere dal limite temporale della norma regolamentare, l'estensione del limite si pone nell'ottica di evitare atteggiamenti elusivi da parte degli emittenti per sottrarsi agli oneri della disciplina finanziaria.

*Qualitativamente*, l'offerta era originariamente ammessa per la sottoscrizione di azioni e quote <sup>135</sup> rappresentative del capitale sociale degli emittenti ovvero degli OICR <sup>136</sup>. Dunque era da ritenersi contemplata la sola categoria degli strumenti finanziari partecipativi in capitale di rischio <sup>137</sup>.

Rispetto alle normative di altri Paesi europei, la disciplina nazionale dell'*equity crowdfunding* si contraddistingueva per la destinazione in via esclusiva alle partecipazioni in capitale di rischio, ponendosi di fatto come un limite alle potenzialità del mezzo. Talché non sono mancate rimostranze in dottrina.

---

<sup>132</sup> Cfr. art. 17, co. 3, lett. a), Reg. Consob. Laudonio si mostra scettico rispetto ai massimali indicati per l'investimento dell'investitore *retail*. Secondo l'A non sarebbero efficaci ad eludere la realizzazione di operazioni di riciclaggio, tramite plurime piccole sottoscrizioni in offerte proposte su diversi portali, ovvero mediante il ricorso all'uso di false identità e con «operazioni realizzate con triangolazioni dall'estero». Cfr. LAUDONIO, *La folla*, cit., p. 36, nt. 100.

<sup>133</sup> Cfr. art. 17, co. 3, lett. b), Reg. Consob. L'investitore assume la qualità di socio non al momento dell'adesione o con l'esecuzione del bonifico, bensì al momento in cui la campagna di *crowdfunding* si concluda con successo. Cfr. FREGONARA, *Il restyling*, cit., p. 38.

<sup>134</sup> GUACCERO, *La start-up*, cit., p. 711.

<sup>135</sup> Cfr. art. 100 *-ter*, co. 1 *-bis*, t.u.f.: «in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione in piccole e medie imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali, nei limiti previsti dal presente decreto».

<sup>136</sup> Cfr. art. 2, co. 1, lett. h), Reg. Consob.

<sup>137</sup> ASSONIME, *L'impresa start-up innovativa*, Circolare n. 11/2013, in *Giur. comm.*, 2013, p. 804.

Nonostante la genericità delle espressioni adoperate dall'art. 100, co. 1, t.u.f. ("strumenti finanziari", "raccolta di capitali), il Regolamento Consob ha adottato una specifica definizione di strumenti finanziari, circoscritta a quelli in capitale di rischio emessi dalle PMI costituite in forma di s.p.a. e s.r.l. A parte la novità della destinazione al mercato delle quote di partecipazione in s.r.l., prevista dal co. 1-*bis* del medesimo articolo, la perplessità sono state suscitate dalla mancata inclusione dei valori di *debt*, ossia rappresentativi di capitale di credito, comprese tutte le tipologie di obbligazioni, specie convertibili, e dei titoli di debito. Aprioristicamente, non può escludersi che possano presentare caratteristiche che li avvicinino alla categoria dei valori in capitale di rischio.

Avveduta dottrina considera che la tradizionale distinzione tra le due categorie note degli strumenti di finanziamento in capitale di rischio e in capitale di credito, debba essere superata dalla suddivisione in strumenti finanziari partecipativi – le azioni ed altri strumenti partecipativi ad emissione eventuale – e strumenti finanziari non partecipativi –le obbligazioni, le para-obbligazioni ex art. 2411, co. 3, c.c., gli strumenti che partecipano ai risultati del patrimonio destinato – al contratto sociale. «Nell'attuale quadro normativo, così come ci è stato consegnato dalla riforma del diritto societario, il grado di partecipazione al rischio d'impresa non rappresenti più l'elemento decisivo per distinguere le diverse nozioni di strumenti finanziari emessi, *bensì* l'elemento distintivo è ravvisabile nel contenuto degli strumenti finanziari emessi dalla società per azioni, ossia della natura dei diritti di cui essi sono dotati»<sup>138</sup>.

La proposizione dottrinale assume a fondamento due argomenti.

I confini sostanziali tra il concetto di azione e di obbligazione hanno perso nel tempo rigidità in proporzione al progressivo ampliamento dei poteri dell'autonomia statutaria, la quale può scolorire il rischio d'impresa congenito nella partecipazione azionaria e irrobustire il peso delle obbligazioni, «in modo tale da costituire un *continuum* [...] e sotto il profilo del grado di partecipazione al

---

<sup>138</sup> NOTARI, *Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *I contratti per l'impresa. Banca, mercati, società*, a cura di Gitti, Maugeri e Notari, Bologna, 2012, II, p. 360.

rischio d'impresa, gli “estremi” delle due nozioni non solo “si toccano”, ma arrivano addirittura a sovrapporsi»<sup>139</sup>.

Il rapporto di continuità tra azione e obbligazione è confermato dalla fattispecie mediana degli strumenti finanziari “propriamente” partecipativi emessi in favore dei soci e dei terzi, prestatori di beni e servizi, portanti al titolare diritti patrimoniali o anche amministrativi – con esclusione del diritto di voto – i quali sono conformati per ogni aspetto che ne concerne dall'autonomia statutaria dei soci<sup>140</sup>: «se osservati anch'essi dal punto di vista del grado di partecipazione al rischio d'impresa – non occupano uno “spazio libero” a loro riservato, bensì si collocano “a cavallo” delle azioni e delle obbligazioni, potendo essere caratterizzati da una partecipazione al rischio d'impresa superiore ad alcune categorie di azioni ovvero inferiore ad alcune tipologie di obbligazioni»<sup>141</sup>.

Mettendo da parte la nozione di dettaglio di strumenti finanziari del Regolamento – la quale rappresenta uno sbarramento “mobile” che potrebbe essere rivisto alla luce dell'interpretazione della norma di primo grado –, un approccio che badi alla sostanza, e trascenda la forma, dello strumento finanziario partecipativo non è

---

<sup>139</sup> «È facile dimostrare, infatti che possono esservi categorie di azioni caratterizzate da una minore partecipazione al rischio d'impresa rispetto ad alcune tipologie di obbligazioni. Si pensi, da un lato, ad una emissione di azioni di risparmio (o azioni senza voto in una s.p.a. chiusa) che siano postergate nelle perdite a tutte le altre categorie di azioni e che abbiano, oltre al diritto all'utile, un diritto ad una remunerazione minima garantita del capitale investito, anche in mancanza di utili, realizzata mediante l'obbligo di distribuzione di riserve ovvero, in mancanza anche di queste, l'obbligo del pagamento di un interesse a carico della società. Si pensi invece, dall'altro lato, ad un'emissione obbligazionaria con durata pari alla durata della società, con clausola di subordinazione e con remunerazione raggugliata agli utili prodotti dalla società in ciascun esercizio. Da un punto di vista “economico” il grado di partecipazione al rischio d'impresa è probabilmente maggiore per siffatte obbligazioni, piuttosto che per la categoria di azioni così configurata. Il “sorpasso” diventa addirittura bruciante se dalle obbligazioni passassimo ad una emissione di cosiddette para-obbligazioni di cui all'art. 2411, comma 3, c.c., in ordine alle quali, oltre alle caratteristiche appena descritte, venisse prevista anche la partecipazione alle perdite, parametrando il rimborso del capitale all'andamento economico della società»: NOTARI, *Il contratto*, cit., pp. 361 – 362.

<sup>140</sup> Cfr. 2346, co. 6, c.c.

<sup>141</sup> NOTARI, *Il contratto*, cit., p. 362. L'A. chiosa dichiarando che: «in conclusione, può desumersi che l'elemento della partecipazione al rischio d'impresa – e la connessa distinzione tra strumenti rappresentativi di capitale di rischio e strumenti rappresentativi di capitale di debito – non può più essere considerato idoneo, nell'attuale quadro normativo, per fondare la distinzione tra le azioni e le obbligazioni, né tra di esse e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, comma 6, c.c. Il grado di partecipazione al rischio d'impresa è pertanto divenuto una variabile (relativamente) indipendente di tutte le tipologie di strumenti finanziari emesse dalla società per azioni, non più indissolubilmente legata, in una data misura, all'una o all'altra tipologia».



sembrato collidere con la nozione generale di strumento finanziario partecipativo presente nelle fonti legali sull'*equity crowdfunding*.

Il superamento della dicotomia tra strumenti partecipativi in capitale di credito e di debito è stato dimostrato nella prospettiva della s.p.a., ma tramite sillogismo può essere predicato anche per il tipo s.r.l.: se è irrilevante il grado di partecipazione al rischio di impresa al fine di qualificare un'obbligazione come strumento finanziario partecipativo, considerato che i titoli di debito emessi da una s.r.l. sono assimilabili alla funzione giuridica dell'istituto delle obbligazioni<sup>142</sup>, allora, tenuto conto della natura dei diritti incorporati, anche i titoli di debito potrebbero presentarsi nella forma di strumenti finanziari partecipativi.

Nel contesto della disciplina del *crowdfunding*, le conclusioni avrebbero trovato conforto – secondo dottrina<sup>143</sup> – nell'articolato patrimonio informativo che assicura la completa conoscibilità degli aspetti relativi l'offerta di investimento; e, in linea sistematica, dall'introduzione, per la s.r.l., degli strumenti finanziari partecipativi del *work for equity* e delle *stock options* previsti all'art. 26, commi 6 e 7, del Decreto Crescita *bis*, le cui finalità incentivanti sarebbero “inevitabilmente frustate” se la raccolta fosse limitata ai soli valori in capitale di credito.

I dubbi a cui si è fatto cenno sono ora risolti dall'introduzione nel testo dell'art. 100 *-ter* del nuovo comma 1 *-ter*, il quale ammette la negoziazione tramite portali *online* anche dei titoli di debito e delle obbligazioni. Infatti prevede il *novum* che «la sottoscrizione di obbligazioni o di titoli di debito è riservata, nei limiti stabiliti dal codice civile, agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob ed è effettuata in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio».

---

<sup>142</sup> Sul piano legislativo, i due istituti sono testualmente accostati in due distinte norme. *In primis* compare nell'art. 1, co. 1 *-bis*, lett. b), t.u.f., ai sensi del quale sono valori mobiliari, che possono essere negoziati all'interno del mercato dei capitali, le «obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli». E, poi nell'art. 11, co. 4, lett. c), t.u.b., ai sensi del quale il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico non si applica «alle società, per la raccolta effettuata ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito od altri strumenti finanziari». *Ex multis*, TROIANO, Sub art. 11 t.u.b., *Commentario t.u.b.* diretto da Capriglione, Milano, 2018, I, pp. 148 ss.; BUSANI, Sub art. 2483 c.c., in *Commentario del cod. civ.* diretto da Gabrielli, Milano, 2015, pp. 915 ss.; RIGHINI, Sub art. 1 t.u.f., in *Commentario t.u.f.* a cura di Vella, Torino, 2012, pp. 20 ss.

<sup>143</sup> VITALI, “Equity crowdfunding”, cit., pp. 393 – 394.

In attesa della revisione al Regolamento Consob che consentirà di definire un quadro legale compiuto – specie sui requisiti degli investitori appartenenti a categorie particolari e, eventualmente, sulla sezione del portale destinata alla negoziazione – alcune sono le impressioni a caldo.

Il dilemma sull'inquadramento delle paraobbligazioni e in genere sugli strumenti finanziari partecipativi si ripropone ora in altra prospettiva. Ci si deve chiedere ora, infatti, se tale specie di titoli debba essere negoziata nella speciale sezione del portale istituita a norma dell'art. 100, co. 1- *ter*, dedicata alle obbligazioni e ai titoli di debito; quesito al quale auspicabilmente dovrebbe dare risposta il regolamento Consob.

Ulteriore dubbio che può essere prospettato è se il vincolo di destinazione agli investitori professionali ovvero a soggetti individuati *ad hoc* possa consentire la creazione di un possibile mercato secondario per la rivendita - sempre a destinatario vincolato – dei titoli *in debt*. Il tema avrebbe risvolti interessanti se dalla norma si ricavasse argomento che legittimi implicitamente la formazione e la gestione diretta da parte dei portali di un mercato secondario solo per il canale del *debt crowdfunding*.

Nonostante le riserve iniziali manifestate dalla Consob <sup>144</sup>, nella versione corrente del Regolamento è consentito al gestore del portale di condurre all'interno del proprio portale offerte di strumenti finanziari di propria emissione, ovvero emessi da società controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo.

---

<sup>144</sup> Nel documento di consultazione pubblicato in data 6 luglio 2017, la Consob si era mostrata contraria a legittimare l'autocollocamento dei gestori dei portali di strumenti di propria emissione nel contesto dei portali dagli stessi gestiti. La ragione posta a fondamento è il fatto che i gestori dei portali operano in regime di esenzione facoltativa *ex art. 3* della dir. MiFID I, e dunque non sono sottoposti al regime vigente per gli intermediari autorizzati a prestare servizi e attività di investimento. «Ne consegue che i gestori di portali, alla luce del tipo normativo cui sono ricondotti, risultano strutturalmente sprovvisti dei presidi e delle cautele in grado assicurare in maniera sostanziale una gestione efficace delle situazioni di conflitto di interesse in caso di "autocollocamento" dei propri titoli. Tali obiettivi potrebbero essere soddisfatti efficacemente e adeguatamente in presenza di un diverso modello di relazione con la clientela che si sostanzia, tra l'altro, in modalità di offerta che prevedano l'abbinamento sistematico con un servizio di consulenza ad alto valore aggiunto». Cfr. CONSOB, *Revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*, Documento per la consultazione, 6 luglio 2017, disponibile all'indirizzo [http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni\\_concluse](http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_concluse).

Il *placet* all'ammissione al meccanismo dell'*equity crowdfunding* anche per i gestori è però coordinato con una irrobustita disciplina sul controllo dei conflitti di interesse <sup>145</sup>. Infatti, il gestore che voglia procedere al meccanismo dell'autocollocamento è sottoposto a severi vincoli disciplinari e di esercizio <sup>146</sup>:

1. deve individuare un mercato di riferimento verso cui destinatari i titoli messi a disposizione con l'offerta;
2. deve adottare adeguati presidi operativi e procedurali atti ad assicurare la compatibilità degli strumenti offerti con le caratteristiche, le esigenze e gli obiettivi del mercato individuato;
3. deve nominare un soggetto terzo ed indipendente incaricato della *due diligence* dell'operazione;
4. deve rimettere, anche nel caso in cui il gestore del portale opti per la verifica diretta di appropriatezza dell'investimento ai sensi dell'art. 13, co. 5 -*bis.*, Reg. Consob, all'intermediario, che riceve e perfeziona l'ordine, la valutazione di adeguatezza <sup>147</sup>.

Quest'ultimo requisito desta alcune perplessità. La regola di adeguatezza, nella disciplina generale dei mercati finanziari, è imposta per attività individuate in via regolamentare, ossia la prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli (art. 40, co. 1, Reg. Inter.). Per contro, l'art. 13, co. 1 -*ter*, lett. c), estenderebbe l'applicazione della suddetta regola alle operazioni di offerta avviate dai portali in autocollocamento.

Si preannuncia come un contrasto interno tra fonti dell'ordinamento pari ordinate. L'antinomia non può essere risolta secondo il criterio della specialità. Nel rapporto tra le due fonti, si potrebbe assumere il Regolamento Intermediari come fonte a carattere "generale", in quanto emanato in sostegno della disciplina

---

<sup>145</sup> Cfr. art. 13, co. 1 -*bis* ss., Reg. Consob, inserito con delibera del 29 novembre 2017, n. 20204.

<sup>146</sup> «Si tratta, con tutta evidenza, di requisiti particolarmente rigorosi. Le nuove regole in materia di autocollocamento (ed in particolare l'obbligo di avvalersi di un soggetto terzo per la valutazione dell'operazione e di adottare presidi di *product governance*) rischiano di rivelarsi – al momento della loro concreta applicazione – un ostacolo così rilevante da risultare nella sostanza equivalenti all'originario divieto. Basti, infatti, pensare che i portali, per la natura della loro attività, non dispongono, né sono tenuti a disporre, delle informazioni necessarie a compiere una effettiva analisi *all target market* del prodotto. Sul punto, quindi, l'apertura della Consob rischia di tradursi, per il mercato, in una vittoria di Pirro»: cfr. PORTOLANO, *Le modifiche*, cit., p. 11.

<sup>147</sup> Cfr. art. 13, co. 1 -*ter*, Reg. Consob.

comune dell'intermediazione finanziaria del Testo Unico; mentre, il Regolamento sull'*equity crowdfunding*, avrebbe valore recessivo, di carattere "speciale", in quanto regge un sistema che prende le distanze dal t.u.f. Presupposto il valore reciproco dei due regolamenti, il criterio della specialità non sembra attinente all'ipotesi *de qua*. Infatti non sembra insistere un rapporto di inclusione tra le norme relative al regime dell'adeguatezza: la norma "speciale" – l'art. 13, co. 1 - *ter*, lett. c), Reg. Consob – non restringe lo spazio applicativo della regola di adeguatezza – artt. 40 – 41 Reg. Intermediari – destinate per i servizi di investimento previsti da Testo Unico. Semmai, la relazione deve essere letta in chiave di eccezionalità: ferma la disciplina generale sul tema dell'adeguatezza e la tipicità dei casi in cui è prescritta, il Reg. Consob depone un'eccezione ed estende i margini della riserva alle operazioni di autocollocamento di strumenti finanziari del gestore all'interno del proprio portale. Limitatamente alla regolamentazione dell'*equity crowdfunding*, il superamento della verifica di appropriatezza nelle operazioni di autocollocamento è motivato dalla delicata posizione del gestore del portale – contestualmente emittente e appunto gestore del portale nel quale viene presentata l'offerta – la quale può originare situazioni di conflitto di interesse, i cui effetti negativi ricadrebbero irrimediabilmente sull'investitore <sup>148</sup>.

Andando a concludere, la disposizione in commento fa gravare in capo al gestore un generale dovere di astensione nel mettere in atto una campagna di raccolta se innesca un possibile conflitto d'interesse e lo stesso non sappia gestirlo "adeguatamente". La contravvenzione di questo divieto, sul piano sanzionatorio, può essere punita dalla Consob sia mediante la sospensione da uno a quattro mesi dall'esercizio dell'attività di gestione del portale per la grave violazione della regola di condotta imposta <sup>149</sup>, e – sembrerebbe – anche con la radiazione dal registro per violazione di una specifica regola di condotta connotata da particolare gravità <sup>150</sup>.

---

<sup>148</sup> In proposito, l'art. 13, co. 1 -*quater*, Reg. Consob, impone al gestore del portale di fornire «adeguata informativa ai clienti sull'esistenza dei conflitti di interesse e sui presidi dallo stesso adottati per la gestione di tali conflitti, anche attraverso un'apposita avvertenza, facilmente comprensibile da parte di un investitore ragionevole, redatta con l'utilizzo di un linguaggio chiaro e conciso ed in carattere e dimensione leggibile».

<sup>149</sup> Cfr. art. 23, co. 1, lett. a), Reg. Consob.

<sup>150</sup> Cfr. art. 23, co. 1, lett. b), n. 8), Reg. Consob.

## CAPITOLO V

### AUTORITÀ PRIVATE E MERCATI FINANZIARI: IL CASO DEI PORTALI DI EQUITY CROWDFUNDING \*

SOMMARIO: 1. Premessa. Esposizione del problema. – 2. I gestori di *trading venues* di strumenti finanziari: analogie e differenze. – 2.1. I mercati regolamentati e gli altri sistemi multilaterali di negoziazione. – 2.2. I portali di *equity crowdfunding*. – 3. I modelli della regolazione privata. – 3.1. Una tassonomia della regolazione privata. – 3.2. Le funzioni regolative dei gestori dei mercati regolamentati. – 3.3. Confronto con la disciplina dei gestori dei portali di *crowdfunding*. – 4. Natura delle regole poste dai gestori di portali. – 5. Osservazioni conclusive.

#### 1. Premessa. Esposizione del problema.

Così scriveva il prof. Bianca nel volume al quale è dedicato questo Convegno:

«Un problema, che ricorre *ancora* in dottrina è quello che attiene alla possibilità di ravvisare nel negozio una fonte normativa di diritto obiettivo [...] l'affermazione che l'atto negoziale è costitutivo di norme può rispondere infatti all'idea di un autonomo ordinamento dei privati ma può anche rispondere all'idea di un unico ordinamento statale che conceda ai privati una ristretta competenza normativa».

L'osservazione è quanto mai attuale. La crescente complessità sociale, la globalizzazione e lo sviluppo tecnologico, di pari passo con i mutamenti degli assetti istituzionali ed economici, sono alla base del rinnovato interesse teorico nei confronti del tema delle autorità (e delle fonti) private <sup>1</sup>. La gestione dei mercati organizzati di strumenti finanziari rappresenta il terreno di elezione per l'osservazione del fenomeno: fin dagli anni Novanta del secolo scorso, la presa di coscienza del fallimento dello Stato ha indotto a rimettere agli stessi operatori – con gli strumenti propri dell'autonomia d'impresa – la definizione delle dinamiche di mercato, nelle distinte fasi di *making*, *monitoring* ed *enforcement* della regolamentazione.

---

\* Il presente capitolo è stato pubblicato in *I poteri privati e il diritto della regolazione*, a cura di Sirena e Zoppini, Roma – Milano, 2018, pp. 529 – 553.

<sup>1</sup> Diffusamente sul tema, *Le fonti private del diritto commerciale*, *Atti del convegno di studi*, a cura di Di Cataldo e Sanfilippo, Milano, 2008.

Il dibattito sulle autorità private dei mercati finanziari sembra poter ricevere nuova linfa a seguito della comparsa di un'ulteriore realtà organizzata, i portali di *equity crowdfunding*, che occupano una posizione peculiare rispetto alle altre *trading venues*. I portali, infatti, non organizzano l'attività di negoziazione, bensì la sottoscrizione ed eventualmente la rivendita di valori mobiliari, con la finalità di facilitare il reperimento di capitali da parte di piccole e medie imprese (e di imprese sociali), nonché di organismi di investimento collettivo del risparmio e di società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese (v. ora la definizione di cui all'art. 1, co. 5 -*novies*, Testo Unico della Finanza, d'ora in poi t.u.f.)<sup>2</sup>. Sebbene non siano *species* del *genus* "sede di negoziazione"<sup>3</sup>, i portali svolgono pur sempre una funzione ausiliaria rispetto all'incrocio fra domanda e offerta di capitali, funzione che comporta da parte dei gestori l'esercizio del potere di ammissione ed esclusione di emittenti e operatori.

I poteri dei gestori dei portali – a differenza di quanto accade per le società di gestione di mercati regolamentati – si dispiegano nelle lacune lasciate dalle previsioni di legge, scarse quanto alla disciplina del servizio e del tutto mute quanto allo statuto degli emittenti ammessi ai portali (fatta eccezione per il regime

---

<sup>2</sup> Nel tempo si è assistito ad una progressiva apertura dello strumento dell'*equity crowdfunding*. Inizialmente, nel d.l. 179/2012 (c.d. Decreto crescita *bis*, convertito con modificazioni dalla l. 221/2012), che ha introdotto gli artt. 50 -*quinquies* e 100 -*ter* t.u.f., era stato congegnato per le sole start-up innovative. Successivamente, con il d.l. 31 maggio 2014, n. 83 (c.d. Decreto Cultura e Turismo, convertito con l. 29 luglio 2014, n. 106), sono state ammesse al lancio delle offerte tramite portali le start-up turismo, e con il d.l. 24 gennaio 2015, n. 3 (Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti, convertito con modificazioni dalla l. 24 marzo 2015, n. 33, c.d. *Investment Compact*) il legislatore ha esteso anche alle PMI innovative costituite nella forma di s.r.l. la possibilità di raccogliere capitali di rischio attraverso il *crowdfunding*. Infine, la l. 11 dicembre 2016 n. 232 (Legge di Bilancio 2017) ha esteso la disciplina contenuta negli artt. 50 -*quinquies* e 100 -*ter* t.u.f. in materia di *equity crowdfunding* a tutte le piccole e medie imprese (PMI) come definite dalla disciplina dell'Unione europea (Raccomandazione 361/2003/CE). Sul punto, si rinvia a FREGONARA, *Il restyling*, cit., pp. 33 ss. In sede di recepimento della dir. 2014/65/UE, il d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129 ha introdotto nell'art. 1 t.u.f. la seguente definizione: «5 -*novies*. Per "portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali" si intende una piattaforma on line che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129, delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese». Con il medesimo decreto, sono stati modificati gli artt. 50-*quinquies* (la cui rubrica è ora "*Gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali*") e 100 -*bis*. t.u.f. Inoltre sono stati conseguentemente abrogati i co. 5 -*decies* e 5 -*undecies* dell'art. 1 t.u.f., relativi alle nozioni di "start-up innovativa" e "PMI innovativa".

<sup>3</sup> Come sembra chiaramente escludere il nuovo testo dell'art. 1, co. 5 -*octies*, lett. c), sostituito per effetto delle modifiche al t.u.f. introdotte con il d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129.

alternativo di circolazione delle quote di cui all'art. 100 -ter, co. 2 -bis, t.u.f.)<sup>4</sup>. Emblematico è il caso delle regole societarie di trasparenza: la disciplina dei patti parasociali, ad esempio, non è posta dalla legge; il Regolamento Consob<sup>5</sup> si limita a imporre ai gestori dei portali di verificare la presenza di apposite clausole nello statuto degli emittenti<sup>6</sup>. Obbligo che legittima il gestore a “omologare” le

---

<sup>4</sup> Le deroghe agli artt. 2468 e 2474 c.c. per start up e PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata sono in funzione della possibilità di offerta tramite portali on-line, ma non sono subordinate all'ammissione. Infatti, l'art. 26 d.l. 179/2012 riconosce alle start up innovative la facoltà di creare, nei limiti imposti dalla legge, categorie speciali di quote potendone determinare il contenuto (co. 2); conformemente ai limiti imposti dalle leggi speciali, le suddette quote possono essere oggetto di offerta al pubblico (co. 5); e infine decade il divieto delle operazioni sulle proprie quote “qualora l'operazione sia compiuta in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali”. La disciplina descritta è stata di recente estesa a tutte le PMI dall'art. 57, co. 1, d.l. 24 aprile 2017, n. 50.

<sup>5</sup> La fonte primaria è rappresentata dal d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, c.d. Decreto Crescita *bis*, convertito con modificazioni dalla l. 17 dicembre 2012, n. 221, che ha introdotto nella trama del t.u.f. gli artt. 50 -*quinquies*, co. 2, originariamente rubricato “*Gestione dei portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative*”, e 100 -*ter*, “*Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali*”, a cui la Consob ha dato attuazione tramite il Regolamento n. 18592/2013, “*Raccolta di capitali di rischio da parte di imprese start-up innovative tramite portali on-line*”, sottoposto precedentemente a consultazione il 29 marzo 2013 e poi pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 162 del 12 luglio 2013. L'estensione dei soggetti ammessi alla raccolta sul portale e la Valutazione dell'Impatto della Regolazione (VIR) hanno imposto un aggiornamento della disciplina. All'esito delle due consultazioni del 19 giugno 2015 e del 3 dicembre 2015, la revisione del Regolamento è stata approvata con delibera del 24 febbraio 2016, n. 19520 e pubblicata in Gazzetta Ufficiale il 4 marzo 2016. La modifica introdotta dalla l. 232/2016 ha comportato la sottoposizione a nuova consultazione del Reg. 18592/2013, consultazione apertasi il 6 luglio 2017 e conclusasi in data 21 agosto 2017. Per una sintesi, cfr. *Documento di consultazione – Revisione del Regolamento n. 18592/2013 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*, pubblicato il 6 giugno 2017, disponibile in [http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni\\_in\\_corso](http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_in_corso).

In particolare, l'art. 100 -ter, co. 2, t.u.f., costituisce il fondamento legale dell'esercizio del potere regolamentare in materia di emittenti: «La Consob determina la disciplina applicabile alle offerte di cui al comma precedente, al fine di assicurare la sottoscrizione da parte di investitori professionali o particolari categorie di investitori dalla stessa individuate di una quota degli strumenti finanziari offerti, quando l'offerta non sia riservata esclusivamente a clienti professionali, e di tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali nel caso in cui i soci di controllo della piccola e media impresa o dell'impresa sociale cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta». A livello regolamentare, gli obblighi di verifica sullo statuto dell'emittente imposti ai gestori dei portali sono enunciati ai sensi dell'art. 24, rubricato “*Condizioni relative alle offerte sul portale*”.

<sup>6</sup> Cfr. art. 24, co. 1, Reg. Consob: «Ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale, il gestore verifica che lo statuto o l'atto costitutivo delle piccole e medie imprese preveda: a) il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni nonché le relative modalità e condizioni di esercizio nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano direttamente o indirettamente il controllo a terzi, in favore degli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate al comma 2 che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari offerti tramite portale. Tali diritti sono riconosciuti per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta; b) la comunicazione alla società nonché la pubblicazione dei patti parasociali nel sito internet della società».

regole statutarie degli emittenti, e, eventualmente, a conformarne il contenuto all'interno dei propri regolamenti.

L'anomia che contraddistingue le società ammesse ai portali di *equity crowdfunding* si contrappone al sistema di regolazione delle società quotate, disegnato dalla legge (t.u.f. e, in funzione residuale, codice civile) e dai regolamenti Consob; rispetto a queste ultime, i gestori dei mercati in cui ha luogo la quotazione svolgono un ruolo marginale, promuovendo al più l'autodisciplina.

Di qui l'interrogativo sulla natura giuridica delle regole di diritto societario eventualmente inserite dal gestore del portale nell'ambito del proprio regolamento: se esse rientrino nel novero delle c.d. *mandatory rules* – nel senso di regole di diritto obiettivo – che esplicano la propria efficacia sul piano della validità, indipendentemente dalla corretta recezione negli statuti delle società emittenti (potendo pertanto dar luogo all'invalidità delle deliberazioni assunte in violazione); ovvero, all'opposto, interferiscano esclusivamente nell'ambito dei rapporti tra gestore ed emittente, collocandosi sul piano delle regole di responsabilità. La tesi di fondo che qui si intende sostenere è che il dovere di verificare la presenza di determinate clausole nello statuto degli emittenti <sup>7</sup>, imposto dal regolamento Consob <sup>8</sup> ai gestori dei portali, non incida sulla natura delle regole concernenti l'ammissione degli emittenti al portale medesimo e si debba pertanto escludere che a tali regole possa ascrivere valore di fonti di diritto obiettivo.

---

<sup>7</sup> Precisamente il riferimento è alle clausole in materia di trasparenza dei patti parasociali e di *exit* in caso di passaggio di mano del controllo: cfr. art. 24 del Regolamento («il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni nonché le relative modalità e condizioni di esercizio nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano direttamente o indirettamente il controllo a terzi, in favore degli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate al comma 2 che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari offerti tramite portale»). Tra le informazioni che devono essere fornite al momento dell'offerta vi sono, inoltre, la descrizione delle clausole riguardanti le ipotesi in cui i soci di controllo cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta (modalità per la *way out* dall'investimento, presenza di eventuali patti di riacquisto, eventuali clausole di *lock up* e *put option* a favore degli investitori, ecc.) con indicazione della durata delle medesime, nel rispetto di quanto previsto dall'articolo 2465 (All. 3 al Regolamento, punto 3, lett. d)).

<sup>8</sup> Diffidente rispetto alla “ideologia tecnocratica”, è IRTI, *Sul problema delle fonti di diritto privato*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2001, p. 699.



## **2. I gestori di *trading venues* di strumenti finanziari: analogie e differenze.**

### **2.1. I mercati regolamentati e gli altri sistemi multilaterali di negoziazione.**

A seguito della prima direttiva Mifid il nostro ordinamento finanziario contempla un tritico di fattispecie nel sistema delle *trading venues*: i mercati regolamentati di strumenti finanziari, gli altri sistemi multilaterali di negoziazione (ora ulteriormente distinti in sistemi multilaterali e sistemi organizzati di negoziazione: cfr. art. 1, co. 5 -*octies*, t.u.f.) e gli internalizzatori sistematici. Questi ultimi rappresentano semplicemente una particolare modalità di svolgimento della propria attività di negoziazione o di esecuzione ordini da parte degli intermediari; manca dunque l'elemento della terzietà del gestore del sistema di scambi rispetto agli operatori, caratteristico dei mercati <sup>9</sup>. Nell'introdurre la nozione di "sedi di negoziazione", non a caso, in occasione del recepimento della direttiva Mifid II ne sono stati esclusi gli internalizzatori sistematici <sup>10</sup>. La regolazione dell'attività di scambio, nel caso degli internalizzatori sistematici, rimane nel campo dell'autonomia d'impresa e non sconfinava nell'eteronomia che contraddistingue tutti (e solo) i sistemi multilaterali.

Come è noto, i sistemi multilaterali di negoziazione permettono l'incontro di interessi multipli di acquisto e di vendita il cui abbinamento (a differenza dei c.d. sistemi organizzati di negoziazione) avviene in base a regole non discrezionali (art. 1, co. 5 -*octies*, t.u.f.). Le scelte riguardanti l'oggetto delle negoziazioni e

---

<sup>9</sup> Per un approfondimento della disciplina prevista per le singole *trading venues*, si rinvia alla manualistica di settore, in specie COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit.; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit.

<sup>10</sup> Cfr. l'art. 1, co. 5 -*octies*, t.u.f. (così come sostituito dal d.lgs. n. 129/2017) che definisce "sede di negoziazione" i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e i sistemi organizzati di negoziazione, dovendosi intendere con tale ultima espressione ogni «sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o da un sistema multilaterale di negoziazione che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi». Si veda inoltre l'art. 1, co. 5 -*ter*, che nel definire gli internalizzatori sistematici marca ora la differenza fra il carattere "organizzato" della negoziazione per proprio conto (o dell'esecuzione di ordini) e i sistemi multilaterali.

l'organizzazione del mercato stesso sono rimesse alla piena discrezionalità del gestore, nel rispetto dei «requisiti minimi di funzionamento» fissati dalla Consob.

Anche i mercati regolamentati sono sistemi multilaterali, caratterizzati tuttavia da un *quid pluris*, ovverosia gli «strumenti finanziari, [...] (sono) ammessi alla negoziazione conformemente alle regole e/o ai suoi sistemi» (quotazione), il quale è «amministrato e/o gestito da un gestore del mercato, [...] e che è autorizzato e funziona regolarmente e conformemente alla parte III» (art. 1, co. 1, lett. w -ter, t.u.f.), ed inoltre è retto da un regolamento predisposto dalla società di gestione (art. 64 -quater t.u.f.). La differenza sul piano definitorio rispetto ai sistemi multilaterali di negoziazione si riflette sul piano della disciplina (artt. 65 -bis ss. t.u.f.), in particolare nelle previsioni concernenti il regolamento, che definisce le coordinate organizzative e di funzionamento delle negoziazioni di strumenti finanziari, permettendo al gestore di esercitare le funzioni di *standard setting*, *supervision* e *dispute resolution*.

Non mancano tra le *sub-fattispecie* del *genus* “sede di negoziazione” punti di convergenza a livello di disciplina. Tuttavia, per i mercati regolamentati risulta prevalente la componente giuridica del servizio, nel mentre per i sistemi multilaterali (e per i sistemi organizzati) risulta prevalente la componente logistica<sup>11</sup>. La discrasia è confermata dal diverso regime della vigilanza e, ancor prima, dalle norme in tema di autorizzazione, in quanto soltanto il provvedimento che attribuisce la qualità di mercato regolamentato (e pertanto riveste valore costitutivo)<sup>12</sup> richiede un sindacato sui contenuti del regolamento (art. 64 -quater, co. 3, lett. b), t.u.f.). Se è vero infatti che tanto i mercati regolamentati quanto gli altri sistemi multilaterali di negoziazione sono sottoposti a vigilanza su base

---

<sup>11</sup> La componente giuridica e la componente logistica sono assunte come valore, la prima collocata in ascisse e la seconda in ordinate, di un immaginario sistema di assi cartesiani attraverso il quale, Motti, spiega «la relazione tra due classi di variabili giuridicamente significative». Con precisione alle ascisse sono posti i dati funzionali, come il sistema di contrattazione e l'accesso alle informazioni; mentre sull'asse verticale i dati strutturali che permettono di discernere tra le diverse tipologie di mercato. Continua l'A. affermando che «se le osservazioni formulate in precedenza sono condivisibili, il variare delle caratteristiche del sistema di contrattazione determina l'applicabilità di regole che riguardano essenzialmente il «modo di essere» del mercato, nel mentre il variare delle tipologie di prodotti e/o investitori determina l'applicabilità di regole che incidono anche sul «modo di operare» dell'organismo di gestione (e perciò potenzialmente idonee a fondare uno statuto speciale della funzione organizzativa)». MOTTI,  *Mercati borsistici e diritto comunitario*, Milano, 1997, pp. 133 – 135.

<sup>12</sup> MOTTI,  *Tipologia e disciplina delle trading venues*, in  *Dir. banc.*, 2, 2009, pp. 191 ss.

continuativa, al fine di verificare che «la regolamentazione del mercato sia idonea ad assicurare l'effettivo conseguimento della trasparenza del mercato, dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni e della tutela degli investitori» (art. 62, co. 2, t.u.f.), e la conformità alla disciplina comunitaria (art. 62 -*quinquies*, t.u.f.), non si può trascurare che soltanto rispetto ai mercati regolamentati la legge riconosce alla Consob il potere innominato di adottare, nei casi di necessità e urgenza, i provvedimenti opportuni, e addirittura di sostituirsi al gestore (art. 62, co. 3, t.u.f.: v. altresì la diversa articolazione dei poteri sostitutivi in materia di ammissione, sospensione ed esclusione dalle negoziazioni, di cui agli artt. 66 -*ter ss.*).

## **2.2. I portali di *equity crowdfunding*.**

I portali, come si è detto, non rientrano nel concetto di sedi di negoziazione, ora esplicitamente accolto dal nuovo testo del t.u.f., avendo l'offerta *on-line* ad oggetto esclusivamente la sottoscrizione o la rivendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale. Essi rappresentano, per contro, canali alternativi impegnati a facilitare la raccolta di capitali da parte di PMI, alla condizione che almeno nella misura minima del 5%, i titoli siano stati sottoscritti da parte di un investitore professionale<sup>13</sup>, ovvero da organismi di investimento collettivo del risparmio e di società di capitali che investono prevalentemente in PMI. Il portale, pertanto, rappresenta semplicemente una soluzione temporanea al finanziamento di impresa, per la durata dell'offerta, al termine della quale l'impresa può (ma non necessariamente deve) fare ingresso in una borsa maggiore o in un mercato di crescita per le PMI<sup>14</sup>.

Tuttavia, anche i gestori dei portali adottano un provvedimento (l'ammissione dell'emittente) che permette di lanciare un'offerta al pubblico: in effetti, l'offerta sul portale è offerta al pubblico, sia pure temporalmente limitata, svolta in

---

<sup>13</sup> Cfr. art. 24, co. 2, Reg. Consob.

<sup>14</sup> Nella riscrittura dell'art. 61 t.u.f. ad opera della recente riforma intervenuta, ai sensi del comma 1, lett. g), è definito «mercato di crescita di una PMI: un sistema multilaterale di negoziazione registrato come un mercato di crescita per le PMI in conformità all'art. 69», articolo quest'ultimo che descrive i termini della fattispecie citata e le condizioni di ammissibilità e di operatività.

esenzione della disciplina del prospetto per ragioni quantitative <sup>15</sup>. L'attività di un portale, da questo punto di vista, non è diversa da quella caratteristica dei gestori di un mercato regolamentato allorché ammettono un titolo alla quotazione. Sul piano della natura, la funzione è infatti analoga, ma si biforca sul piano della disciplina. In primo luogo, perché nel mercato maggiore, la borsa, l'offerta è preceduta dalla pubblicazione del prospetto di quotazione ed ha carattere stabile (nel mentre le offerte tramite portale, oltre ad essere limitate nel tempo, sono consentite solo al di sotto delle soglie quantitative di esenzione dalla relativa disciplina: v. ora il Regolamento UE 2017/1129) <sup>16</sup>. In secondo luogo, perché gli effetti dell'ammissione all'offerta tramite portale sullo statuto dell'emittente sono pressoché nulli, a differenza di quanto accade a seguito dell'ammissione a quotazione in borsa. In terzo luogo, perché sulle decisioni del gestore del portale in materia di ammissione, sospensione o esclusione dei titoli non si esplica alcun controllo da parte della Consob.

### **3. I modelli della regolazione privata.**

Disegnata la mappa delle autorità private dei mercati finanziari, bisogna volgere l'attenzione al rapporto fra poteri privati dei gestori di mercato e regolatore pubblico.

Il fenomeno di *demutualization* <sup>17</sup>, che è seguito all'abbandono della gestione dei mercati in forma burocratica <sup>18</sup>, ha chiamato gli stessi operatori alla definizione delle dinamiche di mercato, nelle fasi di *making*, *monitoring* ed *enforcement* della regolazione attraverso il ricorso agli strumenti del diritto privato; poteri che devono necessariamente coordinarsi con i poteri della Consob. L'autorità di vigilanza e i singoli gestori dei mercati hanno instaurato una relazione dialettica,

---

<sup>15</sup> Per una serie di rinvii a cascata – art. 100 *-ter*, co. 1, letto in combinato disposto con l'art. 100, co. 1, lett. c) del t.u.f., e l'art. 2, co. 1, lett. g) del Reg. 18592/2013 – la soglia nel massimo è determinata, ai sensi dell'art. 34 *-ter*, co. 1, lett. c), Reg. Emittenti, nel corrispettivo totale di euro 5 milioni.

<sup>16</sup> Il Regolamento si applica a decorrere dal 21 luglio 2019, con eccezione per l'art. 1, par. 3, e l'art. 3, par. 2, che si applicano, invece, a far data dal 21 luglio 2018, nonché per l'art. 1, par. 5, co. 1, lett. a), b) e c), e per l'art. 1, par. 5, co. 2, che si applicano a decorrere dal 20 luglio 2017.

<sup>17</sup> MOTTI, *Problemi attuali in tema di regolamentazione e governance delle borse «universali»*, in *Scambi su merci e derivati su commodities – quali prospettive?*, a cura di Lamandini e Motti, Milano, 2006, pp. 128 ss., in part. p. 133.

<sup>18</sup> Per un ampio *excursus*, MOTTI, *Mercati borsistici*, cit.

che, sviluppatasi lungo il crinale del confronto tra le regole del mercato di ascendenza privata e le regole di produzione pubblica, è destinata ad acuirsi per effetto prima degli scandali finanziari, poi del deflagrare della crisi.

### 3.1. Una tassonomia della regolazione privata.

Dei possibili rapporti di partecipazione tra i soggetti privati e l'autorità di vigilanza del mercato nei processi regolativi, voce autorevole in dottrina ha tentato una riconduzione a razionalità elaborando una «vera e propria tassonomia della regolazione privata»<sup>19</sup>. È possibile designare due diversi modelli, la c.d. *audited self regulation* e la c.d. co-regolazione, quali possibili forme di cooperazione tra soggetto privato e pubblico<sup>20</sup>.

La distinzione tiene conto, come parametro fondamentale, della posizione dei soggetti coinvolti nei processi regolativi. L'autoregolazione contempla la coincidenza tra chi pone la regola e il destinatario della stessa, di modo che c'è un cumulo della qualità di regolatore e regolato in capo ad un unico soggetto<sup>21</sup>. Di converso, c'è una scissione tra regolatore e regolato in caso di

---

<sup>19</sup> L'espressione è mutuata da MOTTI, *Etica e regolatori privati: il caso dei mercati di borsa*, in AA. VV., *Studi per Franco Di Sabato*, I, Napoli, 2009, p. 524, nota 26.

<sup>20</sup> La classificazione bipartita è ormai consolidata a livello sia nazionale che comunitario, ma Cafaggi approfondisce il coordinamento tra la regolazione privata e la regolazione pubblica in quattro differenti tipologie: «a) una che pone regolatori pubblici e privati in posizione di sostanziale parità e prevede una compartecipazione allo svolgimento di funzioni che chiamiamo coregolamentazione; b) un'altra che invece opera attraverso una delega di potere dal regolatore pubblico al singolo o alla pluralità di enti autoregolamentati o regolatori privati, mantenendo al regolatore pubblico responsabilità sostanziali dell'attività anche attraverso i terzi; c) una forma che non costituisce delega in senso tecnico ma prevede una forma di promozione e un potere di controllo di legittimità; d) una quarta che prevede il riconoscimento e la legittimazione dell'attività regolamentare svolta dai soggetti privati attraverso un provvedimento di approvazione o di semplice incorporazione in un atto amministrativo o legislativo». Cfr. CAFAGGI, *Un diritto privato europeo della regolazione? Coordinamento tra pubblico e privato nei nuovi modelli regolativi*, in *Pol. dir.*, 2004, pp. 234 – 235.

<sup>21</sup> «Con il termine autoregolamentazione, il cui concetto deriva dalla psicologia del comportamento, si designa genericamente, quando ci si riferisce al comportamento economico, l'adozione da parte degli attori economici di certe regole di condotta nelle relazioni reciproche oppure nei confronti di terzi sul mercato e nella società, regole il cui rispetto è frutto di un accordo tra gli stessi attori, senza meccanismi coercitivi esterni»: cfr. parere del COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO, *Autoregolamentazione e coregolamentazione nel quadro legislativo dell'UE*, punto 3.2, disponibile in [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.C\\_.2015.291.01.0029.01.ITA](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_.2015.291.01.0029.01.ITA).

coregolamentazione <sup>22</sup>: il regolato sarà un soggetto terzo su cui ricadranno i precetti regolamentari definiti dall'asse regolatore privato - regolatore pubblico <sup>23</sup>.

Di conseguenza, l'espressione *self regulation* non risulta appropriata, laddove la struttura di gestione del mercato non sia espressione diretta dei soggetti regolati (come avveniva un tempo, limitatamente ai *broker/dealer*, per i vecchi mercati-associazione). Rispetto agli emittenti, che possono al più contare su una rappresentanza simbolica dei propri interessi negli organi di governo, autoregolamentazione e regolazione privata non sono sinonimi <sup>24</sup>.

La filosofia di fondo che muove i due sistemi è altrettanto differente. L'*audited self regulation* è ispirata al metodo della *responsive regulation* <sup>25</sup>, in quanto affida al volere del privato la definizione delle regole o di standard, anche attraverso esplicita delega conferita dall'autorità pubblica che ne fissa l'*ubi consistam*, per acquistare solo *ex post* i crismi della giuridicità <sup>26</sup>. Dunque, l'*an* e il *quomodo* della regolazione, ovvero il solo *quomodo*, se l'*an* è predefinito a livello superiore dal soggetto di diritto pubblico, sono riempiti di contenuto dalla discrezionalità rimessa al privato <sup>27</sup>.

---

<sup>22</sup> «Infine, per coregolamentazione si intende generalmente una forma di regolamentazione delle parti interessate (*stakeholder*) che è promossa, orientata, guidata o controllata da una terza parte (sia essa un organismo ufficiale o un'autorità di regolamentazione indipendente) di norma dotata di poteri di esame, di controllo e, in alcuni casi, sanzionatori»: cfr. parere del COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO, *Autoregolamentazione e coregolamentazione nel quadro legislativo dell'UE*, cit., punto 3.4.

<sup>23</sup> CAFAGGI, *Diritto privato*, cit., pp. 206 – 218.

<sup>24</sup> Cfr. CARSON, *Self-Regulation in Securities Markets (January 1, 2011)*. *World Bank Policy Research Working Paper No. 5542*, consultabile all'indirizzo SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1747445>, p. 33: «Strictly speaking, the functions of exchanges' listing departments and listed company regulation are not self-regulatory because issuers are not regulating themselves through the exchange, as broker-dealers traditionally have. Issuers usually have only nominal, if any, representation on exchange boards and committees. Listing is a regulatory function that exchanges perform on the basis of contract - the listing agreement».

<sup>25</sup> CAFAGGI, *Crisi della statualità, pluralismo e modelli di autoregolamentazione*, in *Pol. dir.*, 2001, 4, p. 547. L'A. asserisce che «il fenomeno trova [...] una sua *ratio* economica in quanto diretto a ridurre i costi di coordinamento derivanti dai fallimenti di mercato ma anche una dimensione etica, nel tentativo di definire all'interno delle diverse comunità degli affari sistemi di regole di condotta dotati di un dispositivo etico comune».

<sup>26</sup> CAFAGGI, *Crisi*, cit., p. 555.

<sup>27</sup> «L'autoregolamentazione originaria o delegata, a seconda che le norme siano elaborate per semplice autolimitazione degli interessati (detta anche «autoregolamentazione privata») oppure sotto la vigilanza di un'entità sovraordinata (Stato, organi di regolamentazione, associazioni di categoria, l'Unione europea) che definisce alcuni parametri da rispettare obbligatoriamente (detta anche «autoregolamentazione pubblica»): v. il parere del COMITATO ECONOMICO E SOCIALE

La coregolazione è un modello che contempla la convivenza del regolatore privato e pubblico nei meccanismi di determinazione di standard o di fissazione di clausole contrattuali <sup>28</sup>, nel rispetto del principio di sussidiarietà e del principio di proporzionalità <sup>29</sup>. In una dinamica *multilevel system* detto modello regolativo consente forme di coordinamento tra il regolatore pubblico e il regolatore privato in raccordo con le spinte normative di origine comunitaria. In quest'ottica, la coregolamentazione può svilupparsi sia in senso orizzontale <sup>30</sup> – a carattere cooperativo nei rapporti di reciprocità tra il regolatore pubblico e privato – sia in direzione verticale, gerarchica <sup>31</sup>, promanante dal legislatore nazionale ovvero comunitario <sup>32</sup>. Più precisamente, il paradigma su cui si impronta la coregolamentazione è il principio di *command* – per cui il regolatore privato è

---

EUROPEO, *Autoregolamentazione e coregolamentazione nel quadro legislativo dell'UE*, (cit.), punto 3.3, lett. a).

<sup>28</sup> CAFAGGI, *La responsabilità dei regolatori privati – tra mercati finanziari e servizi professionali*, in *Merc. Conc. Reg.*, 2006, 1, p. 20.

<sup>29</sup> DEL PRATO, *Qualificazione degli interessi e criteri di valutazione dell'attività privata funzionale tra libertà e discrezionalità*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2012, pp. 408 ss., in part. p. 411.

<sup>30</sup> Amorosino, parla di regolamentazione multistrato nella reciprocità tra fonte primaria, secondaria e terziaria di carattere tecnico: AMOROSINO, *Costituzione economica*, in *Dir. banc.*, 2017, 2, p. 233.

<sup>31</sup> CAFAGGI, *La responsabilità*, cit., p. 22.

<sup>32</sup> «Si possono distinguere, senza pretesa di una descrizione esaustiva, diversi modelli di riallocazione della funzione regolativa in ragione del livello in cui operano o meglio delle diverse modalità di coordinamento tra livelli ed eventualmente della assegnazione di priorità all'uno o all'altro: 1) vi sono sistemi che distribuiscono le funzioni di regolazione verticalmente su uno o più livelli ancora generalmente associati a modelli di regolazione pubblica (coordinamento verticale) ma dove si vanno sempre sviluppando sistemi di autoregolazione europea o misti che vedono la compresenza, nella stessa struttura o in diverse strutture tra loro coordinate, di regolatori pubblici e privati; 2) vi sono sistemi che collocano la funzione prevalentemente ad un livello definito in base alle competenze, istituendo modalità di coordinamento tra regolatore/i pubblico/i e regolatore/i privato/i (coordinamento orizzontale). Agli altri livelli vengono attribuite competenze prevalentemente esecutive; 3) vi sono poi modelli in cui si intersecano distribuzione tra livelli verticali e orizzontali, finendo talvolta per crearsi una regolazione diagonale in cui operano un livello pubblico europeo ed uno privato o autoregolato nazionale; 4) vi sono ancora sistemi di regolazione privata che operano sia a livello europeo che nazionale in cui il ruolo del regolatore pubblico è quello di assicurare il coordinamento nella produzione di standard ed agire, ove questo non operi in modo efficace, con funzione sostitutiva; 5) vi sono infine modelli di coordinamento verticale operanti esclusivamente sul piano della regolazione privata aventi il compito di assicurare la coerenza tra l'operato dei regolatori privati nazionali e quello europeo. Anche in questo caso, sempre più spesso, il coordinamento verticale e quello orizzontale non sono facilmente distinguibili». Così CAFAGGI, *Diritto privato*, cit., 211; ID., *La responsabilità*, cit., p. 21, in cui proprio con riferimento al panorama del diritto dei mercati finanziari, l'A. cita il caso dei rapporti tra la dir. 2004/39/CE e la legge nazionale sulla tutela del risparmio che vi ha dato attuazione. Ulteriori aree interessate dalla coregolazione, che coinvolgono il piano della disciplina nazionale e quello comunitario, sono le pratiche commerciali sleali, il settore della *privacy* e la sicurezza dei prodotti: CAFAGGI, *La responsabilità*, cit., pp. 26 ss. Un importante contributo al modello della coregolamentazione è stato offerto nell'armonizzazione delle regole del contratto sul piano europeo, a cui ampiamente dedica attenzione: CAFAGGI, *La regolazione privata nel diritto europeo dei contratti*, in *Contratto e impr.*, 2008, 1, pp. 104 ss.

tenuto ad apporre la regola nei limiti statuiti dal regolatore pubblico, tale da far accrescere l'*accountability* di quest'ultimo nella definizione degli standard <sup>33</sup>.

### **3.2. Le funzioni regolative dei gestori dei mercati regolamentati.**

Nella quadratura dei rapporti tra la regolazione espressione di autonomia privata e la regolazione tesa al perseguimento di un interesse generale, non si può ipotizzare un'effettiva scissione tra i piani di interessi pubblici/privati che inevitabilmente si intersecano. Infatti, come se fosse un sistema di vasi comunicanti, gli interessi che spingono i due regolatori sono interagenti, in quanto la regolazione privata realizza nella dimensione particolare un interesse privato che trova collocazione nella dimensione universale di un interesse generale alla cura del quale è preposto il regolatore pubblico. Quest'ultimo passaggio apre la strada ad una rimediazione dei confini tra il diritto pubblico e il diritto privato nello scandagliare la natura giuridica dei poteri di un gestore di mercato, con evidenti riflessi sul piano della disciplina dei rimedi.

Al quesito se nell'attività gestoria prevalga la componente pubblicistica ovvero quella privatistica, come è noto, sono state date risposte diverse. Secondo un'opinione tuttora diffusa, occorre indagare l'attività di gestione di un mercato attraverso il prisma del diritto pubblico <sup>34</sup>. Stando a questo indirizzo, la gestione di un mercato sarebbe da qualificare oggettivamente come pubblico servizio, ossia come attività svolta in regime di concessione e, per tale via, pur sempre riconducibile all'autorità statale. La regolazione privata si pone senza soluzione di continuità ad articolare nei dettagli la regola posta dall'autorità di settore <sup>35</sup>, per

---

<sup>33</sup> CAFAGGI, *Diritto privato*, cit., p. 218.

<sup>34</sup> AMOROSINO, *Manuale di diritto del mercato finanziario*<sup>3</sup>, Torino, 2014, p. 94; PACE, *Ammissione, sospensione, esclusione dai mercati regolamentati – poteri della Consob e delle società di gestione dei mercati*, Torino, 2012; MAFRELLOTTI, *Esercizio di funzioni normative e partecipazione dei soggetti privati: a proposito dei regolamenti della società di gestione della borsa*, in *Riv. ital. dir. pubbl. com.*, 2000, pp. 1020 ss.; CAPRIGLIONE, *Sub art. 64*, in *Comm. t.u.f. Alpa-Capriglione*, Padova, 1998, I, pp. 619 ss.

<sup>35</sup> Pace parla in proposito di un "passaggio di consegne" dalle fonti pubblicistiche alla regolamentazione delle società privatizzate aventi le caratteristiche di una vera e propria "successione di norme nel tempo", inveratosi per effetto dell'art. 56 del d.lgs. 415/1996: cambia il soggetto titolare del relativo potere di fare la regola del mercato ma non il suo DNA originario. Così PACE, *Ammissione*, cit., p. 124.



cui i rapporti tra SGM e Consob si articolano in termini di coregolamentazione <sup>36</sup>: la regola privata è legata a doppio filo con quella pubblica nella cura in concreto dell'interesse generale. Infatti, i cultori di tale convincimento fondano le proprie ragioni sulla necessità di astrarre dall'interesse privato del gestore, che potrebbe vulnerare la bontà della regola stessa, con esiziali conseguenze rispetto all'interesse generale <sup>37</sup> potenzialmente sacrificato dalla ricerca di un compromesso tra interessi divergenti nel singolo mercato <sup>38</sup>. Conclusione che sembra porsi in linea con la necessità di garantire l'attuazione dei principi costituzionali di utilità sociale, a cui deve conformarsi la libertà di iniziativa economica, di cui all'art. 41, co. 2, di eguaglianza sostanziale, ex art. 3, co. 2, e di tutela del risparmio ex art. 47 Cost. Pertanto, il regolamento del mercato si allontana dallo schema negoziale, per essere invece collocato tra le fonti normative del diritto, quale frammento in cui si riflette il potere dell'autorità pubblica; al regolamento del mercato si dovrebbero riconoscere i caratteri di generalità, astrattezza e innovatività nell'ordinamento generale, dati dalla facoltà di dettare le condizioni di una serie indeterminata di rapporti realizzati tra il gestore e gli utenti <sup>39</sup>. Ha fornito nuove argomentazioni alla tesi in commento la legge sul risparmio, l. 262/2005, che ha attribuito alla Consob, in sede di ammissione, sospensione ed esclusione dalla quotazione, il potere di veto nel merito ovvero il potere di imporre il riesame delle decisioni prese dal gestore di

---

<sup>36</sup> PACE, *Ammissione*, cit., p. 86 ss. Nelle pagine indicate, l'A. si addentra in una meticolosa analisi sui rapporti tra la regolamentazione della SGM e i poteri della Consob di carattere autorizzativo e sostitutivo.

<sup>37</sup> La Consob opera in un contesto di mercati imperfetti al fine di eludere il rischio che la norma privata possa innescare atteggiamenti di *moral hazard*, *adverse selection* ovvero di *insider trading*: CAVAZZUTI, *La Consob e la regolamentazione del mercato*, in *Quaderni fin.*, 2000, 38, 9, disponibile in [http://www.consob.it/c/portal/layout?p\\_l\\_id=510530&p\\_v\\_l\\_s\\_g\\_id=0](http://www.consob.it/c/portal/layout?p_l_id=510530&p_v_l_s_g_id=0). In tale prospettiva, Pace sottolinea che la regolamentazione di mercato, seppur proveniente da un soggetto privato, non può porsi in contrasto con i principi che ispirano i regolatori pubblici: PACE, *Ammissione*, cit., p. 111 ss.

<sup>38</sup> BIGLIAZZI GERI, *Osservazioni minime su «poteri privati» ed interessi legittimi*, in *Riv. giur. Dir. lav. e prev. soc.*, 1981, 4, pp. 259 ss. L'A., per superare la formazione di posizioni di autorità all'interno dei rapporti privati, teorizza l'estensione anche al diritto privato, con particolare attenzione agli istituti della famiglia, delle associazioni e dei rapporti di lavoro, della figura dell'interesse legittimo. *Contra* DI MAJO, *Le forme di tutela contro i cosiddetti «poteri privati»*, nota a Cass., S. U., 2 novembre 1979, n. 5688, in *Giur. it.*, 1980, I, pp. 440 ss.

<sup>39</sup> MANFRELOTTI, *Esercizio*, cit., p. 1022.

una SGM<sup>40</sup>. Il che ha in parte compensato la caduta del principale argomento a sostegno della tesi pubblicistica, per effetto della dichiarazione di incostituzionalità dell'art. 33 d.lgs. 80/1998, che estendeva la giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo ai servizi pubblici dei mercati finanziari<sup>41</sup>.

Seppur ragionevole nelle sue premesse, la tesi pubblicistica non sembra in grado né di cogliere le trasformazioni del pubblico potere, né di spiegare le dinamiche dei mercati a gestione privata. *In primis*, è ormai accolta nel diritto positivo<sup>42</sup> una definizione mobile di pubblica amministrazione, o meglio “a geometrie variabili”, per cui non è sufficiente l'espletamento di attività finalizzate alla cura in concreto di un interesse pubblico, poiché a questo deve aggiungersi l'investitura formale. Non che quest'ultima non possa avere come destinatario un soggetto di diritto comune: tuttavia, tale investitura non può coincidere con il rilascio dell'autorizzazione alla gestione di un determinato mercato regolamentato. A ciò si aggiunga che, ove tale investitura vi fosse, la conseguenza sarebbe la declinazione delle regole procedimentali dell'*agere* pubblico<sup>43</sup> anche in capo alle società di gestione, con l'effetto di ricadere in una burocratizzazione del mercato, ingabbiando in una struttura rigida il sistema finanziario, la cui efficienza (concorrenzialità, competitività) rappresenta un valore ontologico. *In secundis*, come corollario, il rilievo pubblicistico della funzione gestoria si rifletterebbe sulla natura delle regole poste dal gestore: a queste ultime non potrebbe riconoscersi natura di norme di azione, perché non sono volte a disciplinare il fluire di un'attività procedimentalizzata, essendo, per contro, dirette a regolare i rapporti che il gestore contrae con l'utente. Ed infatti, le regole che i gestori adottano per governare i propri processi decisionali mirano semplicemente – al pari dei modelli organizzativi adottati dalla generalità delle imprese – ad evitare responsabilità e sanzioni.

---

<sup>40</sup> Secondo la formulazione vigente *ante* riforma del t.u.f., i poteri della Consob diventano maggiormente incisivi nelle operazioni di *listing* e *delisting*, come previsto dal combinato disposto degli artt. 64, co. 1-*ter*, e 74, co. 1-*bis*, t.u.f. PACE, *Ammissione*, cit., p. 195.

<sup>41</sup> Per un maggiore approfondimento, CARINGELLA, *Manuale di diritto amministrativo*<sup>9</sup>, Roma, 2016, pp. 315 ss.

<sup>42</sup> Cfr. art. 7, co. 2, c.p.a., mutuato dall'esperienza comunitaria.

<sup>43</sup> I riferimenti sono molteplici, ma in linea meramente esemplificativa si può ricordare il rispetto del principio della trasparenza, che comporta l'applicazione della disciplina dell'accesso agli atti come dettata in seno agli artt. 22 e 23 della l. 241/1990.

Prevalente è la tesi che riconosce alla gestione dei mercati regolamentati natura privatistica: il potere connesso alla funzione gestoria è originario, quale espressione del potere di iniziativa economica, e non derivato per effetto di un atto amministrativo di concessione, che farebbe risalire l'imputabilità dell'attività allo Stato<sup>44</sup>. Detta concezione ha incontrovertibili conferme nell'evidenza normativa: l'art. 61 t.u.f., nella versione previgente alla riforma del t.u.f., esordisce con l'affermazione del carattere di impresa dell'attività di organizzazione e gestione dei mercati, affermazione che vale a spogliare le *trading venues* delle scorie giuspubblicistiche, ancorandole alla disciplina dell'impresa<sup>45</sup>. Per di più, dall'interpretazione del dato testuale della novella *de qua* non si evincono indici presuntivi di poteri accrescitivi nella direzione del diritto pubblico, anzi la fattispecie astratta è meramente ricognitiva di poteri che sarebbero comunque spettati al gestore, quale manifestazione dell'autonomia privata e della più generale libertà di iniziativa economica. Inoltre, il regolamento della società di gestione, quale legge privata, è atto integrante *per relationem* il rapporto contrattuale in essere tra la società di gestione stessa e l'utente, il quale lo accetta all'atto dell'adesione<sup>46</sup>. Di conseguenza, è dal diritto privato che si estrapolano i rimedi.

I rapporti tra gestore di un mercato regolamentato e Consob si sviluppano sull'impianto dell'*audited self regulation*, in cui la *self regulation*<sup>47</sup> definisce il

---

<sup>44</sup> Nella letteratura giuridica, tra le fila dei sostenitori della tesi privatistica si citano COSTI, *Il mercato*, cit.; ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit.; MOTTI, *Problemi*, cit., pp. 145 ss., in part. p. 155; GALGANO, *Regolamenti contrattuali e pene private*, in *Contr. e impr.*, 2001, pp. 509 ss.; SEPE, *Sub. Art. 62*, in *Comm. t.u.f. Alpa-Capriglione*, cit., pp. 590 ss.

<sup>45</sup> ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., p. 271.

<sup>46</sup> ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., p. 275.

<sup>47</sup> RAMAJOLI, *Self regulation, soft regulation e hard regulation nei mercati finanziari*, in *rRm*, 2016, 2, pp. 53 ss. L'A. definisce la *self regulation* come forma di esercizio dell'autonomia privata che ricorre «quando un gruppo di soggetti e/o una formazione sociale esponenziale di tale gruppo fissano autonomamente regole che li riguardano» e prosegue osservando che nell'ambito dei mercati finanziari sia una prassi diffusa tra gli operatori in grado di anticipare ovvero indirizzare le scelte in sede legislativa, tale da assumere le fattezze di una *hard law in fieri*. Ed è in ragione di questa forza propulsiva che la *self regulation*, nell'impianto generale del diritto, rappresenta un momento di raccordo tra la legislazione nazionale e quella comunitaria, oltre che di contatto con i modelli di *soft regulation e hard regulation*.

*quomodo* della gestione del mercato nei rapporti con l'utenza, intervenendo doverosamente nei casi in cui ne sia fatto obbligo dalla legge o dalla Consob<sup>48</sup>.

Vi è tuttavia anche un terzo orientamento, che esamina atomisticamente le singole funzioni svolte dai gestori, anziché concludere per una valenza *tout court* privatistica ovvero pubblicistica. Possono, infatti, coesistere atti che rappresentano una manifestazione di autonomia negoziale con atti che, invece, si innestano con l'*agere* pubblico nella cura di un interesse generale<sup>49</sup>, per cui si può discorrere appunto di rapporti «eterogenei»<sup>50</sup>. Di conseguenza taluni aspetti devono essere affrontati attraverso gli strumenti della disciplina generale del contratto, principalmente nella sfera dell'organizzazione e gestione del mercato e della prestazione dei servizi, aspetti che si riversano nella fisionomia del vincolo

---

<sup>48</sup> In giurisprudenza il dibattito non ha avuto rilevanti echi. Infatti, nel merito della questione sovviene una sola ordinanza emessa dal Tribunale di Milano in data 9 febbraio 2000. Nella controversia *de qua*, i *brokers* ricorrenti, operatori nel mercato telematico dei contratti a premio (Mpr), attivano un procedimento cautelare *ante causam* volto all'accertamento della nullità per contrarietà a legge, statuto e regolamento delle delibere attraverso le quali nel tempo la Borsa Italiana s.p.a. ha compreso il mercato dei premi e ampliato quello dei derivati. I ricorrenti fondano le proprie ragioni – particolarmente – sulla lettura dell'art. 63, co. 1, lett. b), t.u.f., secondo cui il regolamento del mercato deve assicurare nelle proprie prescrizioni la regolarità delle negoziazioni e la tutela degli investitori, inteso come dovere in capo al gestore di una SGM di garantire nell'interesse generale la corretta concorrenza tra i mercati. Di contraltare, Borsa Italiana basa la propria difesa sulla natura imprenditoriale riconosciuta al gestore del mercato dall'art. 61 t.u.f., avente pertanto piena libertà di scelta in materia di organizzazione interna e di gestione delle negoziazioni nel mercato. Il G.D. ha accolto le conclusioni, propendendo per la tesi privatistica, per cui le scelte di mercato non possono essere censurate a meno che non siano del tutto arbitrarie ovvero irrazionali, patologia su cui è riconosciuto il potere di intervento della Consob. Tra i primi annotatori della ordinanza, Costi, nel rendere un parere *pro veritate*, caldeggia le conclusioni raggiunte dal giudice meneghino con il richiamo dei principi generali che, all'indomani del Decreto Eurosim, governano i mercati regolamentati. Scrive l'A. in conformità alla previsione dell'art. 61, co. 1, t.u.f., «si tratta di un'attività "privata", che non integra in alcun modo neppure i caratteri del servizio pubblico in senso oggettivo, anche se sottoposta ad una disciplina speciale»: COSTI, *Libertà d'impresa e gestione dei mercati regolamentati*, in *Giur. comm.*, 2000, II, p. 104.

Di Chio assume una posizione di compromesso tra le soluzioni raggiunte dall'autorità giudiziaria e la tesi pubblicistica, imperante fino a poco tempo prima. Infatti, sottolinea che l'autonomia d'impresa del gestore di un mercato regolamentato non si dispiega in termini di piena libertà di scelta nella gestione bensì è «condizionata» in quanto subordinata ad un giudizio di conformità ai principi dettati dalla Consob. Dunque, in una prospettiva di complesso le scelte di gestione non devono arrivare a collidere con l'obiettivo di interesse generale alla tutela del mercato: DI CHIO, *I limiti dell'autonomia imprenditoriale delle società di gestione dei mercati regolamentati*, nota a Trib. Milano, 9 febbraio 2000 (ordinanza), in *Giur. it.*, 2000, pp. 1435 ss.

<sup>49</sup> NOTARI, *Contratto e regolamentazione nella quotazione di borsa*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, p. 505.

<sup>50</sup> Data la natura ambivalente delle funzioni che possono essere ricostruite in capo al gestore nell'esercizio dei servizi di mercato, si discosta dai postulati della tesi "privatistica pura": VENTORUZZO, *Natura giuridica e disciplina del rapporto tra società di gestione di mercati regolamentati e intermediari ammessi all'attività di negoziazione: considerazioni a margine di un caso di "cancellazione" di contratti conclusi tra operatori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, pp. 710 ss., in part. p. 720, a cui si rimanda per più ampî riferimenti dottrinari.

normativo in essere con gli operatori sul mercato, alla stregua del riconoscimento legislativo come attività di impresa<sup>51</sup>. Ma il multiforme novero di poteri riconosciuti alla Consob in seno al t.u.f. – regolamentari, autorizzativi, di vigilanza ispettiva e informativa, oltre che sostitutivi in casi specificatamente individuati<sup>52</sup> – comporta che altri segmenti dell’attività del servizio-mercato seguano un’impostazione di matrice pubblicistica: «le funzioni regolamentari, decisorie, di vigilanza e sanzionatorie che la disciplina italiana affida alla società di gestione del mercato e che caratterizzano soprattutto il rapporto tra di essa e le società emittenti di titoli quotati» si proiettano, nel particolare, alla cura di un interesse generale, del quale a livello superiore si pone a custode l’autorità indipendente. Pertanto, la chiave di lettura di questo profilo dei rapporti non potranno che essere i principi del diritto amministrativo<sup>53</sup>.

### **3.3. Confronto con la disciplina dei gestori dei portali di *crowdfunding***

La legge descrive la funzione economica del gestore di portali, consistente nel facilitare la raccolta di capitale di rischio da parte delle PMI, degli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società che investono prevalentemente in PMI (cfr. art. 1, co. 5 -*novies*, t.u.f.), senza far cenno alle regole di funzionamento<sup>54</sup>. Vi è solo un accenno indiretto alla disciplina del portale nell’art. 50 -*quinquies*, co. 2, t.u.f., nel quale vengono regolati l’accesso e l’esercizio dell’attività di gestione; inoltre, il citato articolo descrive la funzione economica assolta dalle piattaforme *on-line*, non accennando, però, né a regole di funzionamento, né al rapporto con intermediari ed emittenti ammessi al portale – vi è solo la previsione della competenza della Consob a fissare, con proprio regolamento, i principi e i criteri direttivi in materia di regole di condotta che i gestori dei portali devono rispettare nel rapporto con gli investitori (co. 5, lett. d)).

---

<sup>51</sup> NOTARI, *Contratto*, cit., pp. 505 – 506.

<sup>52</sup> NOTARI, *Contratto*, cit., pp. 497 ss.

<sup>53</sup> NOTARI, *Contratto*, cit., p. 506.

<sup>54</sup> Per tale aspetto, non ha innovato il nuovo testo introdotto dal d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129: «”per portale per la raccolta di capitali per le piccole medie imprese e per le imprese sociali” si intende una piattaforma *on-line* che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese, come definite dall’articolo 2, paragrafo 1, lettera f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1229, delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole medie imprese».

Neppure l'art. 100 *-ter* – che in relazione alla distribuzione tramite portale deroga sia all'obbligo della forma scritta che all'obbligo di prospetto – accenna alla funzione regolatoria del gestore, limitandosi ad attribuire alla Consob il potere di determinare la disciplina applicabile alle offerte tramite portale, affinché una quota dei titoli sia sottoscritta da investitori professionali, nonché «di tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali nel caso in cui i soci di controllo della piccola e media impresa o dell'impresa sociale cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta» (co. 2). L'articolo *de quo*, inoltre, effettua un mero rimando implicito al diritto di co-vendita e rimane silente in tema di trasparenza dei patti parasociali. Tale ultimo obbligo si deduce per implicito dall'interpretazione del dato normativo, in quanto è strumentale alle operazioni di cessione del controllo, diretto e indiretto, nel caso in cui vengano in rilievo circostanze come il controllo congiunto da patto di sindacato, al quale la norma fornisce una copertura normativa, seppur generica.

Solo con il Regolamento Consob è introdotta una disciplina dell'ammissione al portale. L'art. 24 del Regolamento, al primo comma, prescrive che il gestore del portale debba verificare che lo statuto dell'emittente preveda la comunicazione alla società nonché la pubblicazione dei patti parasociali nel sito internet della società stessa, e inoltre riconosca il diritto di recesso o di co-vendita delle partecipazioni possedute, nonché modalità e condizioni di esercizio, qualora i soci di controllo trasferiscano, dopo il lancio dell'offerta, il proprio pacchetto di partecipazioni a investitori non professionali.

Ai fini del perfezionamento degli ordini di adesione, poi, l'art. 25 ordina la costituzione della provvista nel conto indisponibile dell'emittente, a tutela del diritto di revoca riconosciuto all'investitore. Dunque è evidente come si pongano problemi di coordinamento con la disciplina della circolazione della partecipazione sociale (in caso di offerta riguardante partecipazioni esistenti)<sup>55</sup> e dell'aumento di capitale (in caso di offerta riguardante azioni o quote di nuova emissione).

---

<sup>55</sup> Per un raffronto critico con la disciplina dettata in tema di s.p.a. e s.r.l., DENTAMARO, *Equitycrowdfunding, trasferimento del controllo e strumenti a difesa dell'investitore. Qualche problema applicativo?*, in *GiustiziaCivile.com*, 2017.

Nel prevedere l'obbligo di verificare la presenza di determinate clausole statutarie, il Regolamento Consob non conferisce esplicitamente alcun potere di conformarne il contenuto. Tuttavia – a parte le valutazioni di opportunità sul piano concorrenziale – nulla vieta che il gestore decida di suggerire un modello di clausola o ne disciplini in altro modo la redazione, anche al fine di chiarire i presupposti degli obblighi previsti dal Regolamento (ad esempio, la nozione di patto parasociale, i termini per la comunicazione alla società, le conseguenze in caso di violazione dell'obbligo, ecc.). E ciò a ben vedere potrebbe accadere anche per materie non contemplate dal Regolamento Consob (per citare un solo esempio, le categorie speciali di quote di società a responsabilità limitata, di cui si ammette la creazione negli statuti a norma dell'art. 26 d.l. 179/2012), nell'ottica di favorire la standardizzazione degli strumenti finanziari ammessi al portale, e di riflesso la confrontabilità delle offerte <sup>56</sup>.

Il che apre la strada all'esercizio di una funzione regolativa – non *contra legem*, bensì *praeter legem* – da parte del gestore.

La possibilità che il gestore appresti una disciplina che vada al di là delle regole di funzionamento del portale è d'altra parte suggerita anche da altre previsioni del Regolamento Consob, come ad esempio nelle ipotesi indicate dall'All. 3 – Relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa, allorché dispone che sia presentata, al momento del rilascio dell'autorizzazione, una dettagliata descrizione delle attività che il gestore intende svolgere. Fra queste, in particolare, le modalità di selezione delle offerte da presentare sul portale, le informazioni periodiche sui traguardi raggiunti dagli emittenti, gli eventuali meccanismi di valorizzazione o di rilevazione dei prezzi degli strumenti ammessi, gli eventuali meccanismi per facilitare i flussi informativi fra gli emittenti e gli investitori, la politica di identificazione e di gestione dei conflitti di interesse.

---

<sup>56</sup> La libertà, seppur per le sole PMI, di creare categorie speciali di quote permette di discriminare nella compagine sociale i soci fondatori dai soci sottoscrittori di quote offerte attraverso *crowdfunding*, i quali possono non avere una vocazione alla gestione della società. Sotto questo aspetto si assiste ad un avvicinamento tra i modelli societari della s.r.l. e della s.p.a. Sul punto, tra i primi commenti all'art. 26 d.l. 179/2012, CAPPELLI, *L'equity based crowdfunding*, cit.. Similmente, GUACCERO, *La start-up*, cit., pp. 713 ss.

In sintesi, si può concludere che potenzialmente i gestori dei portali possono svolgere una funzione regolatoria, ma – a differenza dei gestori di mercati regolamentati – essa si svolge in assenza di una precisa base giuridica e, dunque, è totalmente affidata agli strumenti negoziali.

#### **4. Natura delle regole poste dai gestori di portali.**

Quale forma di regolamentazione giusprivatistica, attraverso il modulo tipico dei contratti per adesione, le regole del portale sono trasfuse nella disciplina del contratto con ciascun emittente, che al pari di ogni altro contratto assolve a una funzione normativa (art. 1372 c.c.)<sup>57</sup>. Questione diversa è se a tali regole possa altresì riconoscersi valore di fonte di diritto obiettivo. Si ritiene opportuno affrontare tale argomento esaminando il possibile contenuto dei requisiti di ammissione degli emittenti al portale. Pur nel silenzio delle fonti sia primarie che secondarie al riguardo, il gestore ben potrebbe stabilire regole destinate a garantire la standardizzazione dei titoli ammessi, a rafforzare la tutela degli investitori e addirittura dettare prescrizioni – oltre che nelle materie evocate dal regolamento Consob: diritto di *exit*, trasparenza dei patti parasociali – in materia di diritti di partecipazione, obblighi di informazione, *governance*.

Il ruolo attribuito ai gestori dei portali pone l'interrogativo se le regole da questi eventualmente elaborate, quanto meno in relazione ai compiti ad essi attribuiti dalla Consob, rimangano confinate ai soli rapporti negoziali o acquistino rilevanza "reale" svolgendo una funzione analoga alle regole di diritto obiettivo che governano l'azione societaria.

Come si è detto, la Consob rinvia a un potere omologatorio del gestore del portale, il quale potrebbe limitarsi a un controllo caso per caso di conformità della regola statutaria di trasparenza dell'emittente; ovvero, potrebbe adottare una regola di ammissione degli emittenti che funga da filtro sul contenuto delle clausole. In quest'ultimo caso, pertanto, procederà al riscontro della corrispondenza della

---

<sup>57</sup> Si dovrebbe distinguere nella struttura contrattuale, accanto ad un profilo descrittivo, che identifica l'oggetto del contratto, un profilo c.d. normativo ovvero regolatorio, volto a dettare i precetti che le parti, nei loro rapporti reciproci, dovranno seguire. V. per tutti ORLANDI, *Le condizioni generali di contratto come fonte secondaria*, in *Tradizione civilistica e complessità del sistema, valutazioni storiche e prospettive della parte generale del contratto*, a cura di Macario e Miletto, Milano, 2006, pp. 361 ss.



clausola statutaria con la regola privata astratta, posta dal gestore medesimo. In considerazione della possibilità di istituire un confronto con la disciplina legale delle società “diffuse”, sembra opportuno esaminare le possibili modalità di esercizio di tale potere, in relazione agli obblighi di trasparenza dei patti parasociali.

Si ipotizzi la sussistenza di una regola adottata dal gestore del portale, che subordini l’ammissione dell’emittente alla presenza di una conforme clausola nell’atto costitutivo/statuto. Potrebbero verificarsi due situazioni: i contenuti della regola sono correttamente trasfusi nella clausola statutaria, o – all’opposto – la clausola statutaria non è presente o è difforme rispetto a quanto richiesto ai fini dell’ammissione al portale (senza che ciò sia stato rilevato al momento dell’ammissione stessa). In entrambe le situazioni, ci si può chiedere che cosa accada ove una deliberazione assembleare sia stata assunta in difetto di pubblicità del patto parasociale, con il voto determinante dei partecipanti al patto.

Nella prima situazione, vale a dire qualora nello statuto vi fosse una clausola conforme alle regole del portale, si configurerebbe sicuramente un vizio della delibera, per effetto della violazione di una clausola statutaria, vizio dal quale consegue l’impugnabilità della deliberazione. All’opposto, la violazione degli obblighi di trasparenza dei patti parasociali nell’ambito delle società quotate – come è noto – configura un vizio di invalidità per violazione di legge (art. 122, co. 4, t.u.f.). Si tratterebbe, dunque, di una ulteriore manifestazione di quel fenomeno denominato da autorevole dottrina come negozializzazione o contrattualizzazione del diritto societario <sup>58</sup>.

Nonostante la seconda situazione alla quale si è accennato possa apparire un’ipotesi di scuola (poiché presuppone una grave negligenza del gestore in sede di verifica dei requisiti per l’ammissione al portale), conoscitivamente è utile prospettare il caso in cui un emittente sia ammesso al portale nonostante la regola statutaria non vi fosse, ovvero fosse difforme rispetto alle prescrizioni del gestore.

---

<sup>58</sup> ROSSI, *Competizione regolamentare e contrattualizzazione del diritto societario*, in *Mercato delle regole e regole del mercato, il diritto societario e il ruolo del legislatore*, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia, 13 – 14 novembre 2015, in *Collana della Rivista delle società*, Milano, 2016, pp. 23 ss., in part. p. 30.

L'interrogativo è se la decisione adottata con il voto marginale dei partecipanti al patto parasociale, nonostante la mancata pubblicità di quest'ultimo, sia da ritenersi invalida per violazione di regole di diritto obiettivo, ossia la regola posta dal gestore del portale, così da porre il vizio sul medesimo piano della violazione di legge.

A siffatta prospettazione non è d'ostacolo la carenza del carattere di legge in senso formale. La vischiosità data dal generico riferimento al concetto di legge, infatti, viene arginata da solida giurisprudenza e dottrina che attribuiscono al lemma significato comprensivo di ogni norma ascrivibile come fonte riconosciuta dall'ordinamento<sup>59</sup>. Un esempio significativo è offerto dal rinvio di cui all'art. 2391-*bis* c.c. alle previsioni del Regolamento Consob in tema di operazioni con parti correlate: il legislatore demanda all'autorità di controllo il compito di stabilire i principi generali, esercitando funzioni paranormative, tanto da evocare il rischio di una possibile inversione dell'ordine delle fonti<sup>60</sup>. Tuttavia, essendo tali funzioni sorrette da «una adeguata ed espressa delega da parte della fonte primaria»<sup>61</sup>, la disciplina in esame è stata considerata un esempio virtuoso di interrelazione tra autonomia privata, norme secondarie e norme primarie<sup>62</sup>.

Ora, a parte la diversa natura (impresa e non autorità pubblica) del gestore dei portali, non sembra che il medesimo carattere di legge in senso sostanziale possa essere attribuito alle regole adottate dal gestore del portale, sia pure in vista di interessi generali (un livello adeguato di tutela degli investitori, evitando disparità di trattamento; il più efficace assolvimento delle funzioni di verifica in sede di ammissione dell'emittente al portale): non vi è nella fonte primaria un esplicito riconoscimento alla Consob del potere di delegare funzioni regolative al gestore,

---

<sup>59</sup> ZANARONE, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Tratt. soc. per az.*, diretto da Colombo e Portale, Torino, 1993, 3\*\*, p. 220, nota 3.

<sup>60</sup> L'opinione è di Montalenti, che in plurime occasioni ha rimarcato il concetto. V. in particolare MONTALENTI, *Nuove clausole generali del diritto commerciale tra civil e common law*, in *Impresa società mercati finanziari*, Torino, 2017, p. 38, a cui si rinvia per ulteriori riferimenti sul punto.

<sup>61</sup> MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Regole del mercato*, cit., p. 63. Afferma l'A. che «in linea preliminare e di metodo osservo come di per sé il fatto che un'autorità di controllo abbia un potere di dettare norme in materia societaria non mi inorridisce».

<sup>62</sup> MONTALENTI, *Impresa società di capitali mercati finanziari*, Torino, 2017, p. 33; ID., *Operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2011, I, pp. 319 ss.

non essendo sufficiente a tal fine il potere di adottare tutte le misure necessarie alla tutela degli investitori (art. 100 -ter t.u.f.)<sup>63</sup>, né il potere di verifica attribuito dal Regolamento Consob al gestore implica necessariamente un potere conformativo dell'autonomia statutaria nei confronti degli emittenti.

Può accadere che per mezzo della regolazione privata si addivenga a tracciare un precetto, una regola o una convenzione attinente al caso, tale da colmare lacune lasciate da chi conferisce la “delega”. Il trasferimento di poteri regolatori ai privati da parte di soggetti pubblici all'interno del contesto dei mercati comporta un rinvio essenzialmente agli strumenti privatistici del contratto<sup>64</sup>, ma il passaggio di consegne è pur sempre governato dal principio di legalità<sup>65</sup>, elemento imprescindibile affinché la *regulatory law*, travalicando il piano della razionalità materiale<sup>66</sup>, possa trovare posto nella sistematica delle fonti del diritto. Il principio di legalità è *ordre savant* all'interno di un sistema fluido come quello del mercato<sup>67</sup>: non c'è un'abdicazione nell'organizzare i sottosistemi e nella redistribuzione delle competenze<sup>68</sup>, ma al contrario la funzione della legge è di amalgamare una frammentata realtà regolatoria, feudalizzata in plurime autorità private. L'autoregolamentazione, come forma di partecipazione nella creazione della regola, deve porsi in costante dialettica con il principio di legalità, appunto, e

---

<sup>63</sup> Come è noto, il problema se una generica previsione, che attribuisca al regolatore pubblico il potere di adottare qualsiasi misura necessaria alla tutela degli investitori, sia sufficiente a fondare una regola di diritto societario, si pose a suo tempo in relazione alla *Rule 19c-4* della *Securities and Exchange Commission*, introdotta al fine di evitare che il NYSE eliminasse la regola *one share-one vote* dai propri *listing requirements*, In argomento, v. per tutti BAINBRIDGE, *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4. Washington University Law Quarterly*, 1991, 69, pp. 565 – 634, consultabile all'indirizzo SSRN: <https://ssrn.com/abstract=315375> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.315375>.

<sup>64</sup> L'effetto è che la regolazione privata soggiace al vaglio della disciplina della concorrenza, diretta ad assicurare l'equilibrio tra i regolatori privati e il controllo sui rischi di abuso. CAFAGGI, *La dimensione*, cit., p. 317.

<sup>65</sup> «La sovranità statale, nel farsi inizio e principio di altre fonti normative, erode e disintegra sé stessa»: IRTI, *Sul problema*, cit., p. 702.

<sup>66</sup> TEUBNER, *Juridification – Concepts, aspects, Limits, Solutions*, in *Juridification of Social Spheres: A comparative Analysis in the Areas of Labor, Corporate, Antitrust and Social Welfare Law*, a cura di Teubner, Berlin, 1987, p. 19.

<sup>67</sup> La preminenza di norme giuridiche inderogabili è elemento dirimente tra il diritto commerciale come pensato dai sistemi di *civil law* rispetto ai sistemi di *common law*, la cui ossatura va ricercata maggiormente nel precedente giurisprudenziale: GOODE, *Il diritto commerciale del terzo millennio*, in *Giuristi stranieri di oggi*, Milano, 2003, pp. 17 ss.

<sup>68</sup> CRISCUOLO, *L'autodisciplina, Autonomia privata e sistemi delle fonti*, Napoli, 2000, pp. 7 e 89.

con i suoi corollari di sovranità e democraticità <sup>69</sup>, immettendosi, solo per tale via, nello svolgimento del sistema delle fonti <sup>70</sup>.

L'autoregolamentazione non può atteggiarsi a fonte del diritto in quanto è una forma di produzione periferica del diritto che erode il principio di legalità comportando come corollario un *deficit* in termini di democraticità <sup>71</sup>.

Tanto autorizza a concludere, alla stregua del principio di legalità e alla luce del sistema delle fonti, che anche se vi fossero delle regole in materia di trasparenza dei patti parasociali dirette a conformare il contenuto delle clausole statutarie degli emittenti ammessi, queste non sarebbero ascrivibili al rango di norme, e non potrebbero pertanto fungere da regole di validità. Si potrà ipotizzare, per contro, che la violazione della regola posta dal gestore configuri un inadempimento degli impegni assunti dall'emittente, legittimando l'adozione di provvedimenti che incidono sulla permanenza dell'offerta sul portale (salvo il diritto al risarcimento del danno in favore di chi abbia subito un pregiudizio per effetto della negligenza del gestore nel disporre l'ammissione al portale).

## 5. Osservazioni conclusive.

Globalizzazione, deterritorializzazione e progresso tecnologico <sup>72</sup> sono le coordinate che definiscono lo spazio entro cui collocare lo studio delle autorità private nel contesto dei mercati finanziari.

---

<sup>69</sup> CAFAGGI, *La dimensione*, cit., p. 320.

<sup>70</sup> Spiega Irti che «il criterio formale, da cui dipende l'appartenere o non appartenere di una norma al sistema prescelto, risale indietro ad un fatto; ma questo fatto, dal suo canto, non può rimanere tale, e deve tradursi in criterio formale. La storia è in grado di descrivere genesi o efficacia di una norma, ma non di spiegare la sua validità. La validità di una norma – ossia perché una posizione del volere umano si converta in volere giuridico – è spiegabile soltanto in base ai criteri procedurali del singolo ordinamento. La scelta dell'ordinamento, che il giurista assume per sovrano ed esclusivo, è insieme, scelta di una gerarchia delle fonti»: IRTI, *Sul problema*, cit., pp. 698 ss.

<sup>71</sup> Si dissolve il rapporto di necessaria verticalità tra la democrazia politica su cui appoggia la produzione legislativa e la democrazia normativa, eco della prima nel contesto della regolazione privata. Cfr. ORLANDI, *Le condizioni*, cit., p. 378.

<sup>72</sup> FORTUNATO, *Crisi, economia di mercato e modelli alternativi: provocazioni per il giurista*, in *Orizz. dir. comm.*, 2013, p. 11; MONTALENTI, *Impresa*, cit., p. 13; ID., *Il diritto commerciale dalla separazione dei codici alla globalizzazione*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2012, pp. 391 ss., in part. p. 397; HAMAUI, *La competizione fra mercati e intermediari ed il nuovo ruolo della regolamentazione*, in *Banca impr. soc.*, 2000, 2, p. 289.

La comparsa di queste nuove micro-razionalità <sup>73</sup> normative si spiega alla luce dell'esigenza di confezionare regole per i nuovi mercati del diritto in maniera celere e pronta alla mutevolezza dei rapporti che legano a doppia elica società e mercati <sup>74</sup>. Così cambiano le relazioni tra diritto, società e politica <sup>75</sup>; e nel tempo cambiano i connotati e le prerogative dei regolatori privati e pubblici: ne è testimone l'evoluzione storica dei compiti della Consob <sup>76</sup>.

L'amministrativizzazione del diritto dei mercati finanziari, che ha progressivamente accresciuto le funzioni paranormative della Consob <sup>77</sup>, si è accompagnata all'introduzione dei sistemi di *private ordering* <sup>78</sup>. Gli stessi protagonisti del mercato <sup>79</sup> partecipano in vario modo al processo di produzione delle regole <sup>80</sup> al fine di avvicinare la risposta giuridica agli interessi regolati.

Non è "diritto mite" <sup>81</sup> né tanto meno bisogno di meno diritto <sup>82</sup>: rimane cogente il legame con il centro del potere legislativo <sup>83</sup>, e la dispersione delle competenze è

---

<sup>73</sup> RODOTÀ, *Repertorio di fine secolo*, Bari, 1999, pp. 35 ss.

<sup>74</sup> LIPARI, *Fonti del diritto e autonomia dei privati (Spunti di riflessione)*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, p. 732.

<sup>75</sup> La relazione di questi indicatori – c.d. "collegamento strutturale" – è alla base del trilemma regolativo di Teubner, secondo il quale «l'inanità del diritto nell'occuparsi di fenomeni sociali o politici si traduce in un *gap* regolativo, nelle tre diverse forme dell'incongruenza, dell'iperlegalizzazione ovvero dell'ipersocializzazione»: TEUBNER, *Il Trilemma regolativo. A proposito della polemica sui modelli giuridici post – strumentali*, in *Pol. dir.*, 1987, 1, pp. 85 ss., in part. p. 101. V. anche, TORRE, *La "privatizzazione" delle fonti di diritto penale, un'analisi comparata dei modelli di responsabilità penale nell'esercizio dell'attività d'impresa*, Bologna, 2013, pp. 50 ss.

<sup>76</sup> Tra le prime monografie dedicate all'Autorità di vigilanza del mercato, è doveroso citare le preziose pagine di MINERVINI, *La Consob. Lezioni di diritto del mercato finanziario*, Napoli, 1989.

<sup>77</sup> BIANCHI, *Le linee di tendenza dell'evoluzione dei poteri della Consob (nei confronti degli emittenti)*, in *Mercato delle regole*, cit., pp. 339 – 341 ss. In argomento, Rescigno in un suo saggio illustra la sussistenza di due distinti approcci dogmatici al fenomeno: un primo riconducibile alle autorevoli opinioni di Merusi e Marzona, i quali hanno sostenuto trattarsi di pronunce normative aventi pari grado sostanziale rispetto a quelle di rango primario, sino ad ammettere la valenza applicativa del principio della *lex posterior*; un secondo, la cui paternità è riconducibile a Denozza, che «rammenta la necessità di una diretta derivazione dall'investitura legislativa del potere regolamentare, sottolineando in misura più o meno marcata la necessità che l'investitura legislativa, il «passo indietro» del legislatore, sia non solo espresso, ma anche accompagnato da una indicazione sufficientemente precisa dei principi generali, delle scelte fondamentali entro le quali tale potestà normativa deve muoversi». RESCIGNO M., *La Consob: un legislatore-giudice «dimezzato»?», in Stato mer.*, 61, 2001, pp. 107 ss.

<sup>78</sup> MARCHETTI, *Il crescente ruolo*, cit., p. 66; CAFAGGI, *Un diritto privato*, cit., p. 207.

<sup>79</sup> GITTI, *Vecchi e nuovi confini dell'autonomia contrattuale, Tradizione civilistica*, cit., p. 395.

<sup>80</sup> Il decentramento normativo porta a non collocare concettualmente lo Stato in una posizione di gerarchia rispetto ai governati, poiché i rapporti si sviluppano orizzontalmente (c.d. *heretical*): TORRE, *La "privatizzazione"*, cit., pp. 19, 32 e 57 ss.

<sup>81</sup> Criscuolo prende in prestito la denominazione dal titolo del saggio di ZAGREBELSKY, *Il diritto mite. Legge, diritti e giustizia*, Torino, 1992, sottolineando come sia un'espressione «fortemente

moderata sull'impronta del principio di proporzionalità e del principio di sussidiarietà<sup>84</sup>; i regolatori privati sono tuttora riconoscibili come autorità private il cui potere si articola coerentemente alle regole del contratto<sup>85</sup>.

---

suggestiva nella misura in cui non voglia precludere ad una perdita da parte del diritto del suo ruolo intrinseco che è stato e deve rimanere quello di promozione e di governo dei fenomeni sociali, di selezione politica degli obiettivi e dei valori». CRISCUOLO, *L'autodisciplina*, cit., p. 19.

<sup>82</sup> IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 2003, VIII - IX.

<sup>83</sup> Come è stato osservato, «formule come *deregulation* [...] non alludono al bisogno di “meno diritto”, ma ad una diversa organizzazione del sistema delle fonti e ad una diversa finalizzazione delle regole [...] così la *deregulation* implica la sostituzione della fonte regolatrice privata a quella pubblica, non la fine della regolamentazione giuridica»: RODOTÀ, *Del ceto dei giuristi e di alcune sue politiche del diritto*, in *Pol. dir.*, 1986, pp. 8 ss.

<sup>84</sup> LIPARI, *Fonti*, cit., p. 729; RANGONE, *Mercati Finanziari e qualità delle regole*, in *BIS*, 2010, 1, pp. 55 ss. In specie, l'A. contempla il ricorso ai principi di adeguatezza oltre che di proporzionalità, inteso quest'ultimo come «criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari» e che troverebbe enunciazione, per il diritto dei mercati finanziari, nella lettera dell'art. 23, l. 262/2005. Alpa afferma che si è passati dal “mito dello stato onnipotente” alla “mistica della volontà privata sostitutiva dell'intervento statale.”: ALPA, *La c.d. giuridificazione delle logiche dell'economia di mercato*, *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1999, pp. 725 ss.

<sup>85</sup> L'uso delle categorie del contratto «sorregge la fondazione costituzionale dell'autonomia privata» con il derivante beneficio di porre l'istituto *de quo* senza soluzioni di continuità con il divenire economico e sociale. C. SCOGLIAMIGLIO, «Statuti» dell'autonomia privata e regole ermeneutiche nella prospettiva storica e nella contrapposizione tra parte generale e disciplina di settore, in MACARIO e MILETTI, a cura di, *Tradizione*, cit., pp. 289 – 290.

## BIBLIOGRAFIA

### DOTTRINA

ABBADESSA P. e GINEVRA E., *Sub art. 2325 -bis c.c.*, in *Società di capitali: commentario*, a cura di Niccolini G. e Stagno D'alcontres A., Napoli, 2004, 1, pp. 7 ss.

ABETE L., *La clausola di prelazione nella s.r.l.: brevi spunti*, in *Le Società*, 2015, pp. 50 ss., in nota a Trib. Napoli, ord. 3 dicembre 2013.

ABRAHMS E., *Securities Crowdfunding: More Than a Family, Friends and Fools?*, 20 febbraio 2017, disponibile all'indirizzo SSRN <https://papers.ssrn.com/abstract=2902217>.

ABRIANI N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustiziacivile.com*, 2014, disponibile all'indirizzo [https://e-l.unifi.it/pluginfile.php/331282/mod\\_resource/content/1/ABRIANI\\_azioni-a-voto-plurimo-e-maggiorazione-del-diritto-di-voto-degli-azionisti-fedeli-nuovi-scenari-e-inediti-problemi-interpretativi.pdf](https://e-l.unifi.it/pluginfile.php/331282/mod_resource/content/1/ABRIANI_azioni-a-voto-plurimo-e-maggiorazione-del-diritto-di-voto-degli-azionisti-fedeli-nuovi-scenari-e-inediti-problemi-interpretativi.pdf).

ABRIANI N., *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari delle S.r.l., PMI: possibilità di razionalizzazione del sistema?*, relazione tenuta al XXXII Convegno di studio su “*Società a responsabilità limitata, piccole e medie imprese, mercati finanziari: un mondo nuovo?*”, Courmayeur, 14 – 15 settembre 2018.

ACCETTELLA F. e CIOCCA N., *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2017, pp. 237 ss.

ACCETTELLA F., *Collocamento di strumenti finanziari (servizio di)*, in *Digesto delle discipline privatistiche, sezione commerciale*, Torino, 2015.

ACCETTELLA F., *L'assegnazione non proporzionale delle azioni*, in *Sistema finanziario e diritto dell'impresa*, Milano, 2018.

ACCETTELLA F., *Sui contratti di collocamento di strumenti finanziari conclusi fuori sede ex art. 30, comma 6, t.u.f.*, in *Banca borsa e titoli di credito.*, 2012, pp. 343 ss., nota a Corte d'Appello di Milano 24 giugno 2010 e Corte d'Appello di Milano 28 febbraio 2011

AHLERS G. K. C., CUMMING D., GÜNTHER C. e SCHWEIZER D., *Signaling in Equity Crowdfunding*, 2013, disponibile all'indirizzo SSRN <https://ssrn.com/abstract=2362340> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2362340>.

- ALLECA G. P., *L'intangibilità della posizione del socio di s.r.l.*, in *Rivista delle società*, 2017, fascicolo 5/6, pp. 1087 ss.
- ALVAREZ ROYO-VILLANOVA S., *El «equity crowdfunding» o financiación en masa de inversión: importancia, problemas y opciones en su regulación*, in *Cuadernos de Derecho y Comercio*, 2014, 61, pp. 19 ss.
- ALVAREZ ROYO-VILLANOVA S., *Financiación para empresas innovadoras: capital riesgo, business angels, crowdfunding*, in *Diario La Ley*, 28 febbraio 2013.
- ALVAREZ ROYO-VILLANOVA S., *La propuesta de regulación de la inversión en masa o equity crowdfunding*, in *Diario La Ley*, 28 maggio 2014.
- ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D. e LINCIANO N., *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderni giuridici*, 2014, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/11973/201676/qg5.pdf/a6a131f4-c307-404f-882d-e3dc1ab86c28>.
- ALVISI P., *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in *Rivista di diritto bancario*, 2014, 10, disponibile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/rivista/finanza/mercati-finanziari-e-regole-di-sistema/equity-crowdfunding-uno-sguardo-comparatistico>.
- AMATUCCI C., *I riflessi delle stock options sulle cause determinanti della crisi finanziaria*, in *Rivista di diritto civile*, 2009, pp. 1547 ss.
- AMOROSINO S., *Costituzione economica*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2017, 2, pp. 233 ss.
- AMOROSINO S., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Torino, 2014, edizione III.
- ANDERSON C., *The Long Tail*, in *Wired*, 2004, disponibile all'indirizzo <https://www.wired.com/2004/10/tail/>.
- ANELLO P. e RIZZINI BISINELLI S., *Sollecitazione all'investimento e offerta pubblica di acquisto*, in *Le Società*, 1998, 5, pp. 542 ss.
- ANNUNZIATA F. e GIOMBINI A., *La disciplina del voto plurimo introdotta dal Decreto Competitività. Pegno, usufrutto e sequestro di azioni (a voto plurimo)*, in *Rivista di diritto bancario*, 2014, disponibile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/societa/disciplina-voto-plurimo-introdotta-decreto-competitivita-pegno-usufrutto-e-sequestro-di-azioni>.
- ANNUNZIATA F., *Il recepimento della MiFID II: uno sguardo di insieme, tra continuità e discontinuità*, in *Rivista delle società*, 2018, fascicolo 4, pp. 1100 ss.



- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2017, edizione IX.
- ANNUNZIATA F., *PMI, quotazione, crowdfunding*, in Atti del XXIX Convegno di Studio su “*I modelli dell'impresa societaria tra tradizione e innovazione nel contesto europeo*”, Courmayeur, 18 – 19 settembre 2015, disponibile all'indirizzo [http://www.cnpds.it/documenti/relazione\\_f\\_annunziata.pdf](http://www.cnpds.it/documenti/relazione_f_annunziata.pdf).
- ANNUNZIATA F., *Sub art. 94 t.u.f.*, in *La disciplina delle società quotate nel testo Unico della finanza D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Commentario*, diretto da Bianchi L. A. e Marchetti P. G., Milano, 1999, I, pp. 84 ss.
- ANNUNZIATA F., *Tecniche alternative di finanziamento e di negoziazione: fondi di credito, Eltif, EuVeCa e negoziazione tramite blockchain*, relazione tenuta al XXXII Convegno di studio su “*Società a responsabilità limitata, piccole e medie impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*”, Courmayeur, 14 – 15 settembre 2018.
- APPIO C. L., *Emissione di cambiali finanziarie e accesso delle piccole e medie imprese al mercato dei capitali*, Bari, 2013.
- ARMOUR J. e ENRIQUES L., *The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts*, in *European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 366/2017; Oxford Legal Studies Research Paper No. 58/2017 2017*, disponibile all'indirizzo [http://ssrn.com/abstract\\_id=3035247](http://ssrn.com/abstract_id=3035247);
- ASCARELLI F., Commercial paper, in *Digesto discipline privatistiche, sezione commerciale*, Torino, 1998, pp. 158 ss.
- ASCARELLI T., *Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia*, in *Rivista del diritto commerciale*, 1924, I, pp. 419 ss.
- ATTARD J., *Le financement participatif par souscription de titres*, in *Petit affiches*, 2015, 12, pp. 4 ss.
- AVERSA G., *Mini-Bond, cambiali finanziarie e obbligazioni partecipative: nuovi strumenti di finanziamento per le PMI*, in *Rivista bancaria*, 2014, pp. 139 ss., disponibile all'indirizzo <http://rivistabancaria.it/rb-rivista-bancaria/mini-bond-cambiali-finanziarie-e-obbligazioni-partecipative-nuovi-strumenti-di-finanziamento-per-le->.
- BAINBRIDGE S. M., *The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*, *Washington University Law Quarterly*, 1991, 69, pp. 565 ss., disponibile all'indirizzo SSRN: <https://ssrn.com/abstract=315375> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.315375>.
- BALLERINI L., *I patti di co-vendita nelle società: funzioni e struttura*, in *Contratto e impresa*, 2014, pp. 1011 ss.

- BANI E., Sub art. 113 t.u.b., in *Commentario al Testo unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da Capriglione F., Milano, 2018, edizione IV, tomo II, pp. 1677 ss.
- BANI E., Sub art. 111 t.u.b., in *Commentario al Testo unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da Capriglione F., Milano, 2018, edizione IV, tomo II, pp. 1635 ss.
- BANI, Sub art. 112 -bis t.u.b., in *Commentario al Testo unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da Capriglione F., Milano, 2018, edizione IV, tomo II, pp. 1635 ss. e pp. 1669 ss.
- BARILLÀ G. B., *I consorzi fidi tra diritto dell'impresa e regole di vigilanza*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2018, I, pp. 88 ss.
- BARITOT J. F., *Increasing Protection for Crowdfunding Investors Under The JOBS Act*, 13 U.C. Davis Business Journal 259 2012-2013, pp. 260 ss.
- BARSAN I. M., *La régulation des plateformes de financement participatif*, in *Droit et Patrimoine*, 2017, pp. 274 ss.
- BARTLING B., *Equal Sharing Rules in Partnerships*, in *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 2011, disponibile all'indirizzo SSRN [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1011978](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1011978).
- BASSI A., *Disciplina delle cambiali finanziarie. Commentario alla l. 13-1-1994 n. 43*, in *Nuove leggi civili commentate*, 1997, pp. 75 ss.
- BATTELLI E., *Il ruolo dei corpi intermedi nel modello italiano di società pluralista*, in *Politica del diritto*, 2018, pp. 259 ss.
- BELLAFLAME P., LAMBERT T. e SCHWIENBACHER A., *Crowdfunding: Tapping the right crowd*, in *Journal of Business Venturing*, 2013, p. 8.
- BELLEZZA E., *La costituzione della nuova s.r.l.*, in *La riforma del diritto societario*, in *Quaderni del Consiglio Superiore della Magistratura*, Roma 27 – 30 gennaio 2003; 24 – 27 gennaio 2003; 6 – 8 febbraio 2003; 17 – 19 febbraio 2003, pp. 137 ss., disponibile all'indirizzo <https://www.csm.it/documents/21768/81517/quaderno+139/fbb86c76-75a7-43e5-87fd-2792743ff5e4>.
- BENAZZO P., *Start-up e PMI innovative*, in *Digesto delle discipline privatistiche, sezione commerciale, aggiornamento VIII*, Torino, 2017, pp. 472 ss.
- BESSIERE V. e STEPHANY E., *Financement et gouvernance des starts-ups en equity crowdfunding*, in *France Contrôle Stratégie*, 2015, pp. 184 ss., disponibile all'indirizzo <http://journals.openedition.org/fcs/1684>.

- BETTETINI A., *Enti religiosi, attività d'impresa e procedure concorsuali*, in *Rivista diritto societario*, 2017, pp. 577 ss.
- BHAGAT S. e ROMANO R., *Reforming executive compensation: focusing and committing to the long-term*, 2009, disponibile all'indirizzo SSRN [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=%201336978](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=%201336978).
- BIAGI M., *La partecipazione azionaria dei dipendenti tra intervento legislativo e autonomia collettiva*, in *Scritti in memoria di Massimo D'Antona*, Milano, 2004, volume I, tomo I, pp. 345 ss.
- BIANCA C. M., *Diritto civile. Il contratto*, Milano, 2000.
- BIANCHI L. A. e FELLER A., Sub art. 2468 c.c., in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di Marchetti P. G., Bianchi L. A., Ghezzi F. e Notari M., Milano, 2005, pp. 304 ss.
- BIANCHI L. A., *Le linee di tendenza dell'evoluzione dei poteri della Consob (nei confronti degli emittenti)*, in *Mercato delle regole e regole del mercato, il diritto societario e il ruolo del legislatore*, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia, 13 – 14 novembre 2015, in *Collana della Rivista delle società*, Milano, 2016, pp. 339 ss.
- BIANCHI L. A., *Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo*, in *Rivista delle società*, 2016, fascicolo n. 2/3, pp. 392 ss.
- BIGLIAZZI GERI L., *Osservazioni minime su «poteri privati» ed interessi legittimi*, in *Rivista giuridica del diritto del lavoro e della previdenza sociale*, 1981, 4, pp. 259 ss.
- BIONE M., *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2015, pp. 266 ss.
- BIONE M., *Note sparse in tema di finanziamento dei soci e apporti di patrimonio*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, diretto da Benazzo P., Cera M. e Patriarca S., Milano, 2011, pp. 37 ss.
- BISONI C. e FERRARI A., *Il rapporto banca-impresa: superare antichi problemi e affrontare nuove sfide*, in *Bancaria*, 2012, 5, pp. 15 ss.
- BLANDINI A., *Servizi finanziari per via telematica e le prospettive del diritto societario online*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2016, pp. 46 ss.
- BOLLETTINARI A., *Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recente legislazione*, in *Nuovo diritto delle società*, 2013, pp. 1 ss.  
[http://www.nuovodirittodellesocieta.it/crowdfunding\\_raccolta\\_del\\_capitale\\_tramite\\_piattaforme\\_online](http://www.nuovodirittodellesocieta.it/crowdfunding_raccolta_del_capitale_tramite_piattaforme_online)

- BOTTI L., *Clausola di “covenant forzata” e “drag-along”*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2016, pp. 905 ss.
- BOTTICINI A., ROTONDI Z. e SADUN F., *Accesso delle PMI alla finanza di mercato: come accelerare il processo di creazione dei capitali pan-europeo?*, in *Bancaria*, 2017, pp. 137 ss.
- BOZZI L., *Terzo settore: osservazioni a “prima lettura” su una riforma culturale prima che giuridica*, in *Contratto e impresa*, 2017, 4, pp. 1253 ss.
- BRADFORD C. S., *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, in *College of Law, Faculty Publications. 119*, 2012, pp. 42 ss., disponibile all’indirizzo <http://digitalcommons.unl.edu/lawfacpub/11>.
- BRANCADORO G., *Strumenti finanziari e mercato mobiliare*, in *Quaderni romani di diritto commerciale*, Milano, 2005.
- BRETON P., *Financement participatif: assurance de responsabilité civile professionnelle des Intermédiaires*, in *Legal News*, 28 febbraio 2017.
- BRIOLINI F., *Cambiali finanziarie*, in *Digesto delle discipline privatistiche, sezione commerciale*, Torino, 2015.
- BROWN A. J. e LEWIS D., *International Handbook on Whistleblowing Research*, Northampton, 2014.
- BROWN R., MAWSON S., ROWE A. e MASON C., *Working the Crowd: improvisional Entrepreneurship and Equity Crowdfunding in Nacent Entrepreneurial Ventures*, in *International Small Business Journal*, 2017, disponibile all’indirizzo <http://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/0266242617729743>.
- BRUNO F. e ROZZI A., *Dalla sollecitazione all’investimento all’offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2008, pp. 276 ss.
- BUCCIARELLI DUCCI E., *I patti parasociali: natura giuridica e profili di tutela*, in *Rivista del notariato*, 2009, pp. 462 ss.
- BUCHANAN J. M., *An Economic Theory of Clubs*, in *Economica, New Series*, Volume 32, *Issue 125* (Feb., 1965), pp. 1 – 14, disponibile all’indirizzo <http://links.jstor.org/sici=0013-0427%28196502%292%A32%3A125%3C1%3AAETOC%3E2.0.CO%3B2-L>.
- BURKETT E., *A Crowdfunding Exemption? Online Investment Crowdfunding and U.S. Securities Regulation*, *13 Transaction: Tennessee. Journal Business Law*. 63, 2011, pp. 63 ss., disponibile all’indirizzo <https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.de/&httpsredir=1&article=1235&context=transactions>.

- BURY, B., *L'utopie participative, quelle réalité?*, in *Gazette du Palais*, 2013, pp. 103 ss.
- BUSANI A. e SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano, ma si "pesano": superato il principio "one share one vote" con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Le Società*, 2014, pp. 1048 ss.
- BUSANI A., *I "piani" di incentivazione dei dipendenti ("stock options plans")*, in *Notariato*, 2001, pp. 498 ss.
- BUSANI A., *Massimario delle operazioni societarie*, Milano, 2016, edizione II.
- BUSANI A., *Massime notarili e orientamenti professionali drag along (diritto di pretendere la co-vendita)*, in *Le Società*, 2017, pp. 1162 ss.
- BUSANI A., *Sub art. 2483 c.c.*, in *Commentario del codice civile*, GABRIELLI E., diretto da, Milano, 2015, pp. 915 ss.
- CAFAGGI F., *Crisi della statualità, pluralismo e modelli di autoregolamentazione*, in *Politica del diritto*, 2001, 4, pp. 547 ss.
- CAFAGGI F., *La regolazione privata nel diritto europeo dei contratti*, in *Contratto e impresa*, 2008, 1, pp. 104 ss.
- CAFAGGI F., *La responsabilità dei regolatori privati – tra mercati finanziari e servizi professionali*, in *Mercato concorrenza e regole*, 2006, 1, pp. 20 ss.
- CAFAGGI F., *Un diritto privato europeo della regolazione? Coordinamento tra pubblico e privato nei nuovi modelli regolativi*, in *Politica del diritto*, 2004, pp. 234 ss.
- CAGNASSO O., *I «volti» della «nuova» società a responsabilità limitata*, in *La riforma delle società, profili della nuova disciplina*, a cura di Ambrosini S., Torino, 2003, pp. 23 ss.
- CAGNASSO O., *Il diritto societario della crisi fra passato e futuro*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2017, pp. 33 ss.
- CAGNASSO O., *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito delle società P.M.I.*, in *Il Nuovo diritto delle società* 2018, pp. 930 ss.
- CAGNASSO O., *La s.r.l.: un tipo societario "senza qualità"?*, in *Nuovo diritto delle società*, 2013, 5, 1 ss.
- CAGNASSO O., *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, COTTINO G., diretto da, Padova, 2007, volume V, tomo I.

- CAGNASSO O., *Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (dalla “nuova” alla “nuovissima” s.r.l.)*, in *Nuovo diritto delle società*, 2014, pp. 7ss.
- CAGNASSO O., *Preliminare di vendita e pignoramento di partecipazioni di s.r.l. - la “lunga marcia” di avvicinamento delle partecipazioni di s.r.l. alle azioni*, in *Giurisprudenza italiana*, 2017, 11, pp. 2422 ss.
- CAGNASSO O., *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle S.r.l., PMI*, Relazione tenuta al XXXII Convegno di studio su “Società a responsabilità limitata, piccole e medie impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?”, Courmayeur, 14 - 15 settembre 2018, disponibile all’indirizzo <http://www.fondazionecourmayeur.it/notizie-societa-a-responsabilita-limitata-piccola-e-media-impresa-mercati-finanziari-un-mondo-nuovo.1.5.html?n=1119>.
- CALLEGARI M., *Cambiale finanziaria*, in *Digesto discipline privatistiche, sezione commerciale*, Torino, 2013.
- CALLEGARI M., *Note in tema di dematerializzazione*, in *Giurisprudenza italiana*, 2001, pp. 86 ss., nota a Cassazione Civile, Sezione I, 14 giugno 2000, n. 8107.
- CALLEGARO F., *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID*, in *Rivista di diritto bancario*, 2013, disponibile all’indirizzo <http://www.dirittobancario.it/rivista/regole-di-condotta-e-tutele-degli-investitori/orientamenti-requisiti-adequatezza-direttiva-mifid;>
- CAMACHO CLAVIJO S., *El crowdfunding: régimen jurídico de la financiación participativa en la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial*, in *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, 2016, 17, pp. 92 ss.
- CAMPOBASSO M., *Diritto commerciale. Diritto dell’impresa*, Milano, 2013, edizione 7.
- CAMPOBASSO M., *Diritto commerciale. Diritto delle società*, Milano, 2015, edizione 9.
- CAMPOBASSO M., *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G. F. Campobasso*, a cura di Abbadessa P. e Portale G. B., Milano, 2007, 3, pp. 743 ss.
- CAMPOBASSO M., *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall’eterotutela alle società per azioni “orizzontali”*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2015, 1, pp. 139 ss.
- CANALINI V., *I c.d. “mini-bond” e le “nuove” obbligazioni subordinate e partecipative*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2015, 2, pp. 387 ss.

- CANOVI L., GRASSO A. G. e VENTURELLI V., *Il fabbisogno di capitale di rischio delle PMI innovative in Italia*, in *Banca impresa e società*, 2007, pp. 310 ss.
- CAPELLI I., *L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2014, disponibile all'indirizzo [http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24090/capelli\\_i.pdf](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24090/capelli_i.pdf).
- CAPELLI I., *L'equity based crowdfunding e la c.d. «dematerializzazione» delle quote di s.r.l.*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2016, pp. 577 ss.
- CAPOTI V., *Sub art. 2474 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di Marchetti P. G., Bianchi L. A., Ghezzi F. e Notari M., Milano, 2005, pp. 550 ss.
- CAPRARÀ A., *Innovazione e impresa*, in *Contratto e impresa*, 2015, pp. 1155 ss.
- CAPRIGLIONE F. e LEMMA V., *Sub art. 106 t.u.b.*, in *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da Capriglione F., Milano, 2018, edizione IV, tomo II, pp. 1565 ss.
- CAPRIGLIONE F., *Sub art. 64 t.u.f.*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa G. e Capriglione F., Padova, 1998, tomo I, pp. 618 ss.
- CARINGELLA F., *Manuale di diritto amministrativo*, Roma, 2016, edizione IX.
- CARLESI A., *Capitale di rischio e innovazione delle nuove piccole imprese, Alcune riflessioni sulle possibilità di sviluppo del ruolo del formal ed informal venture capital*, in *Economia, politica e industria*, 2006, pp. 21 ss.
- CARRIÈRE P., *I minibond e le “nuove” obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, in *Le Società*, 2014, 2, pp. 183 ss.
- CARRIERO G., *Brevi note sulle agenzie di rating*, in *Foro italiano*, 2012, V, pp. 49 ss.
- CARRIERO G., *La legge sulla dematerializzazione degli strumenti finanziari: tecniche giuridiche ed obiettivi*, in *Foro Italiano*, 1998, pp. 309 ss.
- CARSON J., *Self-Regulation in Securities Markets (January 1, 2011)*. *World Bank Policy Research Working Paper No. 5542*, disponibile all'indirizzo SSRN <https://ssrn.com/abstract=1747445>.
- CATERINO D., *Rating (mercati finanziari)*, in *Digesto delle discipline privatistiche, sezione commerciale*, Torino, 2012.
- CAVAZZUTI F., *La Consob e la regolamentazione del mercato*, in *Quaderni di finanza.*, 2000, 38, 9, disponibile all'indirizzo [http://www.consob.it/c/portal/layout?p\\_1\\_id=510530&p\\_v\\_1\\_s\\_g\\_id=0](http://www.consob.it/c/portal/layout?p_1_id=510530&p_v_1_s_g_id=0).



- CELLINO M., *La nuova «primavera» dei mini-bond e un futuro ancora da costruire con i Pir*, in *IlSole24ore, Finanza e mercati*, 15 febbraio 2018.
- CELOTTO A., *Problemi sulla «tecnica normativa» di riforma del diritto societario*, in *La riforma delle società di capitali. Aziendalisti e giuristi a confronto*, a cura di Abriani N. e Onesti T., Milano, 2004, pp. 269 ss.
- CERA M., *Le società con azioni quotate*, Torino, 2017.
- CERA M., *Le società d'intermediazione mobiliare*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo G. E. e Portale G.B., Torino, 1993, 10 \*, pp. 3 ss.
- CESARINI F., *Le offerte pubbliche di azioni nell'esperienza italiana (1961 -marzo 1973)*, in *Rivista delle società*, 1973, pp. 150 ss.
- CHANEY A. e DEPARDAY A., *Le financement des SAS par la souscription de titres via une plate-forme internet*, in *Petit affiches*, 2016, 5, pp. 1 ss.
- CHAVANET G., *Financement participatif: un projet d'encadrement juridique prometteur*, in *Revue banque*, 2014, 771, pp. 60 ss.
- CHAVANET G., *La publication du décret relatif au financement parachève le dispositif français du crowdfunding*, in *Revue Lamy droit des affaires*, 2014, pp. 99 ss.
- CIAMPAGLIA G. M., *Le implicazioni organizzative e gli aspetti normativi e civilistici dei piani di stock options*, in *Impresa*, 2007, pp. 6 ss.
- CIAN M., *Dematerializzazione degli strumenti finanziari e "possesso" della registrazione in conto*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2002, pp. 160 ss.
- CIAN M., *La dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2007, pp. 641 ss.
- CIAN M., *Le società start-up innovative. Problemi definitivi e tipologici*, in *Aida*, 2013, pp. 415 ss.
- CIAN M., *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2014, pp. 1178 ss.
- CIAN M., *Società start-up innovative e PMI innovative*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2015, 6, pp. 969 ss.
- CIAN M., *Trasferimento e offerta di quote di S.r.l., PMI*, Relazione tenuta al XXXII Convegno di studio "Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?", Courmayeur, 14 – 15 settembre 2018.



- CIVALE F., *Forma e contenuto nella valutazione di adeguatezza*, in *Le Società*, 2017, pp. 196 ss., nota a Cassazione Civile, Sezione I, 6 giugno 2016, n. 11578.
- CIVERRA E., *Cessione di quote e patti parasociali*, in *Le Società*, 2017, pp. 1345 ss.
- COFFEE C. F. JR., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, in *Columbia Law & Economics working Paper no. 207*, 2002, 5 ss., disponibile all'indirizzo SSRN [http://ssrn.com/abstract\\_id=325240](http://ssrn.com/abstract_id=325240).
- COHN S. R., *The New Crowdfunding Registration Exemption: Good Idea, bad Execution*, in *64 Florida Law Review*, 1433, 2012, pp. 1433 ss.
- COLOMBO M. G., FRANZONI C. e ROSSI-LAMASTRA C., *Internal Social Capital and the Attraction of early Contributions in Crowdfunding*, in *Entrepreneurship Theory and Practice*, January 2015, pp. 75 ss.
- COMAS J. M., *Crowdfunding o cómo convertirse en mecenas a través de Internet*, in *Estrategia Financiera*, 2017, pp. 347 ss.
- COMPORITI C., *La sollecitazione all'investimento*, in *Intermediari finanziari mercati e società quotate*, a cura di Patroni Griffi A., Sandulli M. e Santoro V., Torino, 1999, pp. 534 ss.
- CONAC P. H., *Entrée en vigueur du nouveau régime français du financement participatif (crowdfunding)*, in *Revue des sociétés*, 2015, pp. 60 ss.
- CONAC P. H., *Le nouveau régime du financement participatif (crowdfunding)*, in *Revue des sociétés*, 2014, pp. 461 ss.
- CONFORTINI C., *Stock option e bonus tra rischio d'impresa e rischio sistemico*, in *Contratto e impresa*, 2011, pp. 978 ss.
- CORAPI D., *Gli attori del commercio internazionale*, in *Diritto del commercio internazionale*, 2017, pp. 398 ss.
- CORSINI L., *La partecipazione dei dipendenti ai profitti dell'impresa*, in *Fisco*, 1999, pp. 40 ss.
- COSSU M. C., *Circolazione delle azioni – covendita, tag along e cessione della nuda proprietà*, in *Giurisprudenza italiana*, 2018, pp. 1431 ss., in nota a Cassazione Civile, Sez. I, ordinanza 19 febbraio 2018, n. 3951.
- COSSU M., *L'uso della s.r.l. nell'intermediazione finanziaria non bancaria e nelle operazioni di finanza strutturata*, in *Scritti in onore di Ermanno Bocchini*, Milano, 2016, pp. 301 ss.

- COSSU M., *Le start up innovative in forma di società a responsabilità limitata. Profili privatistici*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum P. Abbadessa*, Milano, 2014, pp. 1711 ss.
- COSSU M., *Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione italiana recente*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2015, pp. 448 ss.
- COSSU M., *Società aperte e interesse sociale. Considerazioni introduttive*, in *Rivista di diritto civile*, 2006, pp. 10055 ss.
- COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2018, edizione XI.
- COSTI R., *Libertà d'impresa e gestione dei mercati regolamentati*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2000, II, p. 104.
- COTTINO G., *Le società. Diritto commerciale*, Padova, 1999, edizione IV.
- CRABÒ VALVERDE S. e RODRÌGUEZ FERNÀNDEZ F., *El crèdito en el entrono internacional poscrisi*, in *Papeles de Economia Espanola*, 2015, 146, pp. 2 ss.
- CRESPI A., *La pretesa "posizione di garanzia" del revisore contabile*, in *Rivista delle società*, 2006, fascicolo n. 2/3, pp. 373 ss.
- CRESPI A., *Riforma societaria e diritto comunitario*, in *Rivista delle società*, 2005, fascicolo n. 4, pp. 710 ss.
- CRISCUOLO F., *L'autodisciplina, Autonomia privata e sistemi delle fonti*, Napoli, 2000.
- CUCCHIARATO G., *L'equity crowdfunding dopo la Legge di Stabilità*, in *Rivista di diritto bancario*, 2016, disponibile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/1-equity-crowdfunding-dopo-la-legge-di-stabilita-2017>.
- CULICCHI R., *Prime considerazioni sul nuovo regolamento Consob in tema di equity crowdfunding*, in *Rivista di diritto bancario*, 2013, <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/crowdfunding/prime-considerazioni-nuovo-regolamento-consob-equity-crowdfunding>
- CULKIN N., MURZACHEVA E. e DAVIS A., *Critical innovations in the UK peer-to-peer (P2P) and equity alternative finance markets for small firm growth*, in *The Journal of Entrepreneurship and Innovation*, 2016, vol. 17(3), pp. 194 ss.
- D'ALESSANDRO C., *Patti di "co-vendita" (tag along e drag along)*, in *Rivista di diritto civile*, 2010, pp. 20373 ss.
- D'AMATO A., *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, in *Il Nuovo diritto delle società*, 2016, pp. 91 ss.

- D'AURIA C., *Crowdfunding: social lending e profili di regolamentazione prudenziale*, in *Rivista di diritto bancario*, 2014, disponibile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/appfondimenti/crowdfunding/crowdfunding-social-lending-e-profili-di-regolamentazione-prudenziale>
- D'AURIA C., *Il sistema delle garanzie a supporto dell'emissione di minibond*, in *Rivista di diritto bancario*, 2014, disponibile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/appfondimenti/capital-markets/il-sistema-delle-garanzie-supporto-dell-emissione-di-minibond>.
- DACCÒ A., *“Diritti particolari” e recesso dalla s.r.l.*, Milano, 2013..
- DACCÒ A., *Il ruolo dei soci nelle decisioni relative alla struttura finanziaria dell'impresa*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, pp. 305 ss.
- DACCÒ A., *La teoria del nexus of contract*, in *Lezioni di diritto privato*, PORTALE G. B., a cura di, Torino, 2007, pp. 185 ss.
- DALHUSEIN J. H., *Dalhusein on Transnational Comparative, Commercial, Financial and Trade Law*, Oxford, 2013, I.
- DALMARTELLO A., *Private placement e circolazione di strumenti finanziari*, Milano, 2013.
- DALMARTELLO A., *Sottoscrizione e circolazione dei titoli di debito di società a responsabilità limitata*, in *Rivista di diritto civile*, 2011, II, pp. 125 ss.
- DANMAYR F., *Archetypes of Crowdfunding Platforms. A Multidimensional Comparison*, Wiesbaden, 2014.
- DARDOUR A., *La gestion du risque par les opérateurs de «crowdfunding» d'entreprise*, in *Recherches en Sciences de Gestion-Management*, 2015, 107, pp. 45 ss.
- DARKE S., *To Be or Not to Be a Funding Portal: Why Crowdfunding Platforms Will Become Broker-Dealers?*, in *10 Hastings Business Law Journal*, 183 2013 – 2014, pp. 183 ss.
- DE ANGELIS L., *La s.r.l. cent'anni dopo: una società à la carte*, in *Le Società*, 2018, pp. 684 ss.
- DE BIASI V. P., *Raccolta di debito, doveri di informazione e responsabilità*, in *Regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, 2017, pp. 571 ss.
- DE LUCA N., *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinarsi (tag e drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2013, pp. 65 ss.

- DE LUCA N., *Crowdfunding e quote materializzate di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2016, pp. 1 ss.
- DE LUCA N., *La riserva “negativa” per azioni proprie in portafoglio*, in *Le Società*, 2015, pp. 1061 ss.
- DE LUCA N., FURNARI S. e GENTILE A., *Equity Crowdfunding*, in *Digesto delle discipline privatistiche, sezione commerciale*, Torino, 2018, pp. 157 ss.
- DE LUCA N., *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e «proprietà nascosta» di azioni*, in *Rivista di diritto societario*, 2010, fascicolo n. 2, parte II, pp. 312 ss.
- DE MARI M., *Recenti sviluppi del diritto di recesso nell’offerta fuori sede di strumenti finanziari*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2014, pp. 876 ss.
- DE MATTEIS L., *La clausola di trascinamento inserita nello statuto di una società a responsabilità limitata e criteri redazionali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2017, pp. 639 ss.
- DE POLI M., *Esecuzione di ordine per conto del cliente e informazione contrattuale*, nota a Cassazione Civile, Sezione I, 22 febbraio 2017, n. 4602, in *Le Società*, 2017, pp. 709 ss.
- DE STASIO V., *L’instestazione fiduciarie di quote di s.r.l.*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2012, pp. 626 ss.
- DEBBICH M. e RAMEIX G., *Nouvelles Technologies et protection des epargnants: L’action de l’AMF*, in *Revue d’économie financière*, 2015, 120, pp. 155 ss.
- DEL PILAR GALEOTE MUNOZ M., *Equity crowdfunding. Agentes y Relaciones*, in *Revista de Derecho Patrimonia*, 2016, 41, pp. 226 ss.
- DEL PRATO E., *Qualificazione degli interessi e criteri di valutazione dell’attività privata funzionale tra libertà e discrezionalità*, in *Rivista trimestrale di diritto processuale civile*, 2012, pp. 408 ss.
- DELFINI F., *Valutazione di adeguatezza ex art. 40 Regolamento Intermediari, obbligazioni strutturate e derivati di credito*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2014, pp. 296 ss.
- DELIKAT M. e PHILLIPS R., *Corporate Whistleblowing in the Sarbanes-Oxley/Dodd-Frank Era*, New York, 2018.
- DELIKAT M. e PHILLIPS R., *The Success and Failure of Whistleblowers Laws*, Northampton, 2012.

- DELPECH X., *Un décret pour le financement participatif*, in *Dalloz actualité*, 8 novembre 2016.
- DENTAMARO A., *Equitycrowdfunding, trasferimento del controllo e strumenti a difesa dell'investitore. Qualche problema applicativo?*, in *GiustiziaCivile.com*, 2017.
- DÉPRÉS B., *Crowdfunding: will the UK be next to join this trend?*, in *Canadian Mining Journal*, settembre 2016, pp. 7 ss.
- DI BITONTO C., *Diritto statutario di covendita ("tag-along") collegato al cambio di controllo e vendita della nuda proprietà di azioni*, in *Le Società*, 2013, pp. 773 ss., in nota ad Corte di Appello di Milano, Sezione I, 27 settembre 2012
- DI CATALDO V. e SANFILIPPO P., a cura di, *Le fonti private del diritto commerciale, Atti del convegno di studi*, Milano, 2008.
- DI CATALDO V., *Società a responsabilità limitata e autonomia statutaria. Un regola poco utilizzato, e forse poco utile*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, diretto da Benazzo P., Cera M. e Patriarca S., Milano, 2011, pp. 295 ss.
- DI CECCO G., *La società a responsabilità limitata*, in *Diritto commerciale*, DE ANGELIS L., a cura di, Milano, 2017, I, pp. 478 ss.
- DI CHIO V., *I limiti dell'autonomia imprenditoriale delle società di gestione dei mercati regolamentati*, nota a Tribunale Milano, ordinanza 9 febbraio 2000, in *Giurisprudenza italiana*, 2000, pp. 1435 ss.
- DI CIOMMO F., *MiFID 2, d.leg. n. 129 del 2017 e prestazione fuori sede dell'attività di consulenza in materia di investimenti finanziari da parte di consulenti autonomi e società di consulenza*, in *Foro italiano*, 2018, V, pp. 183 ss.
- DI LORENZO L., *Work for equity: tecnica redazionale*, in *Notariato*, 2017, pp. 198 ss.
- DI MAJO A., *Le forme di tutela contro i cosiddetti «poteri privati»*, nota a Cassazione Civile, Sezione Unite, 2 novembre 1979, n. 5688, in *Giurisprudenza italiana*, 1980, I, pp. 440 ss.
- DI RIENZO M., *Il divieto di operazioni sulle proprie quote nella società a responsabilità limitata*, in *Rivista delle società*, 1992, pp. 162 ss.
- DI SABATO F., *Riflessioni sparse sulla riforma del diritto societario*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2002, pp. 670 ss.

- DIDIER X., *Le régime juridique des bons de caisse modernisé*, in *Dalloz actualité*, 10 maggio 2016.
- DINI M., *Categorie speciali di quote di società a responsabilità limitata*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1998, pp. 787 ss.
- DIVIZIA P., *Circolazione della partecipazione sociale nei limiti soggettivi di efficacia dei patti parasociali*, in *Rivista del notariato*, 2012, pp. 615 ss.
- DIVIZIA P., *Il patto parasociale di “first offer and first refusal”*, in *Le Società*, 2018, pp. 543 ss.
- DIVIZIA P., *Patto parasociale di russian roulette*, in *Le Società*, 2018, pp. 434 ss.
- DOLMETTA A. A., *Sul “tipo” S.r.l.*, in *S.r.l. commentario*, a cura di Dolmetta A. A. e Presti G., Milano, 2011, pp. 16 ss.
- DONATIVI V., *Sub art. 2341 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini A. e Stagno D'alcontres S., Napoli, 2004, pp. 159 ss.
- DORFF M. B., *The Siren Call of Equity Crowdfunding*, September 13, 2013 disponibile all'indirizzo SSRN <https://ssrn.com/abstract=2325634> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2325634>.
- DORFLEITNER G., HORNUF L. e WEBER M., *Dynamics of Investor Communication in Equity Crowdfunding*, Dorfleitner, in *Equity Crowdfunding* (May 4, 2017), *Max Planck Institute for Innovation & Competition Research Paper No. 17-06*, disponibile all'indirizzo SSRN <https://ssrn.com/abstract=2962951> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2962951>.
- ENRIQUES L. e SCASSELLATI SFORZOLINI G., *Adeguamenti statutari: scelte di fondo e nuove opportunità nella riforma societaria*, in *Notariato*, 2004, pp. 69 ss.
- ENRIQUES L., *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, in *Rivista delle società*, 1998, pp. 1013 ss.
- ENRIQUES L., *Sub art. 1, co. 5, t.u.f.*, in *Il Testo unico della intermediazione finanziaria, Commentario al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Rabitti Bedogni G., Milano, 1998, pp. 18 ss.
- ENRIQUES L., *What should qualify as a ‘SME Growth Market’?*, 26 Jan. 2018, in <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2018/01/what-should-qualify-sme-growth-market>.
- ESTRIN S., GOZMAN D. e KHAVUL S., *Equity Crowdfunding and Early Stage Entrepreneurial, Centre of Economic Performance, Discussion Paper n. 1498*, 2017.

- FABBRINI L., *Validità delle clausole statutarie di drag along*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2009, pp. 1034 ss.
- FALCONE G., *Confidi*, in *Digesto delle discipline privatistiche, sezione commerciale*, Torino, 2012.
- FALCONIERI D., *Execution only; obblighi di informazione e di adeguatezza anche se l'investitore si dichiara esperto*, in *IlSocietario.it*, 2018.
- FAMA E. F., FISHER L., JENSEN M. C. e ROLL R., *The Adjustment of Stock prices to New Information*, in *International Economic Review*, 1969, volume 10, n. 1, pp. 1-22.
- FAMA E., *Efficient Capital Market: a Review of Theory and Empirical work*, in *Journal of Finance*, 1970, pp. 383 – 417.
- FAUCEGLIA G., *Il modello della s.r.l. e le modifiche ai diritti particolari dei soci*, in *Scritti in onore di Ermanno Bocchini*, Milano, 2016, pp. 1271 ss.
- FERNÁNDEZ A. G., *Las finanzas en la era FinTech*, in *Estrategia Financiera*, 2017, pp. 347 ss.
- FERRARINI G., *Sollecitazione de risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo G. E. e Portale G. B., Torino, 1993, 10\*\*, pp. 3 ss.
- FERRARINI G. e GIUDICI P., *La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance*, in *Rivista della società*, 2006, fascicolo n. 4, pp. 573 ss.
- FERRARINI G., *“Un’azione – un voto”: un principio europeo?*, in *Rivista delle società*, 2006, 1, pp. 24 ss.
- FERRARINI G., *I costi dell’informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, «crowdfunding» e mercati privati*, in *Analisi Giuridica dell’Economia*, 2013, pp. 205 ss.
- FERRARIO A. e SCAPPINI L., *“Start-up innovative” tra deroghe e incentivi*, in *Bollettino tributario*, 2014, pp. 819 ss.
- FERRI G., *Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici*, in *Rivista del notariato*, 2015, 4, pp. 761 ss.
- FIGUET J. M., *Le crowdfunding en France: bilan et perspectives économiques*, in *Droit et Patrimoine*, 2017, pp. 270 ss.
- FILATOTCHEV I. e ALLOCK D., *Corporate Governance in IPOs*, in *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, a cura di Wright M., Siegel D. S., Keasey K. e Filatotchev I., Oxford, 2014, pp. 421 ss.

- FINK A. C., *Protecting the Crowd and raising Capital Through the CROWDFUND Act*, in *90 University of Detroit Mercy Law Review*, 1, 2013, pp. 1 ss.
- FIORI G., *Lo statuto economico delle piccole e medie imprese*, in *La riforma del diritto societario, Quaderni del Consiglio Superiore della Magistratura*, in *Quaderni del Consiglio Superiore della Magistratura*, Roma 27 – 30 gennaio 2003; 24 – 27 gennaio 2003; 6 – 8 febbraio 2003; 17 – 19 febbraio 2003, pp. 137 ss.,  
 disponibile all'indirizzo  
<https://www.csm.it/documents/21768/81517/quaderno+139/fbb86c76-75a7-43e5-87fd-2792743ff5e4>.
- FLICK G. M., *Gli obiettivi della commissione per la riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, 2000, fascicolo n. 1, pp. 1 ss.
- FOLLACK K. P., *Crowdfunding in International and National Regulatory Frameworks*, in *Banking & Finance Law Review*, 2016, pp. 168 ss.
- FORNASARI F., *Maggiorazione del voto e OPA obbligatoria*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2017, 5, pp. 848 ss.
- FORTUNATO S., *Corporate Governance. Il whistleblowing nella prospettiva del sistema di controllo interno*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2017, pp. 397 ss.
- FORTUNATO S., *Crisi, economia di mercato e modelli alternativi: provocazioni per il giurista*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2013, disponibile all'indirizzo <http://odc.seminabit.com/edizioni/2013/3/saggi/fortunato-crisi,-economia-di-mercato-e-modelli-alternativi-provocazioni-per-il-giurista/>.
- FREGONARA E., *“Orientarsi” nella disciplina work in progress della start up innovativa s.r.l.*, in *Nuovo diritto delle società*, 2016, 8.
- FREGONARA E., *Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*, Relazione al V Convegno Annuale di “*Orizzonti di Diritto Commerciale*”, “*L'impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi*”, Roma 21 – 22 febbraio 2014, 10, disponibile all'indirizzo  
[http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24242/fregonara\\_e.pdf](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24242/fregonara_e.pdf).
- FREGONARA E., *Il restyling del regolamento Consob in tema di equity crowdfunding*, in *Il Nuovo diritto delle società*, 2016, pp. 41 ss.
- FREGONARA E., *Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle società a responsabilità limitata innovative “chiuse”*, in *Banca borsa e titoli cred.*, 2017, pp. 590 ss.



- FREGONARA E., *Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle società a responsabilità limitata innovative "chiuse"*, Relazione al 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, disponibile all'indirizzo <http://rivistaodc.eu/media/65465/fregonara.pdf>.
- GABISON G. A., *Equity Crowdfunding: All Regulated but Not Equal*, in 13 *DePaul Business & Commercial Law Journal* 359, 2015, pp. 382 ss.
- GABRIELLI E e LENER R., *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento dopo la Mifid*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli E. e Lener R., Torino, 2011, edizione II, tomo I, pp. 3 ss.
- GABRIELLI E. e LENER R., *Servizi e contratti di investimento*, in *Diritto del mercato finanziario: Saggi*, a cura di Lener R., Torino, 2011, pp. 67 ss.
- GAGLIARDI G. e TONELLA A., *Crowdfunding: una nuova frontiera per la raccolta di capitali*, *Amministrazione&Finanza*, 2013, 11, pp. 51 ss.
- GALGANO F., *Diritto civile e commerciale*, Padova, 1999, edizione III, volume III.
- GALGANO F., *Regolamenti contrattuali e pene private*, in *Contratto e impresa*, 2001, pp. 509 ss.
- GAMBINO A., *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Studi in onore di Piero Schlesinger*, Milano, 2004, pp. 2683 ss.
- GARCÍA COTO D. J. e ALONSO A., *Financiación empresarial 2.0: «crowdfunding» para inversión y otras plataformas*, in *Los Retos de la Financiación del Sector Empresarial. Fundación de Estudios Financieros. Estudio dirigido por Jaime Requeijo*, 2014, pp. 233 ss., disponibile all'indirizzo <https://www.fef.es/publicaciones/papeles-de-la-fundacion/item/319-estudio-los-retos-de-la-financiación-del-sector-empresarial.html>.
- GENCO R., *Le cooperative finanziarie e i confidi*, in *Trattato di diritto commerciale, Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, Padova, 2014, pp. 540 ss.
- GENGHINI L. e SIMONETTI P., *Le società di capitali e le cooperative*, in *Manuali notarili*, GENGHINI L., a cura di, Milano, 2015.
- GHETTI R., *I "contratti di collocamento" nell'art. 30, comma 6, t.u.f.*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2014, pp. 965 ss.

- GHETTI R., *Riflessioni critiche sulle conseguenze della violazione dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica d'acquisto totalitaria*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2017, pp. 1024 ss., in nota a Cassazione Civile, Sezione I., 10 febbraio 2016, n. 2665.
- GHIONNI CRIVELLI VISCONTI P., *Selezione ed operatività delle cause di esclusione del socio di s.r.l.*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbaddessa*, diretto da Campobasso M., Cariello V. e Di Cataldo V., Milano, 2014, pp. 1769 ss.
- GIANINO S., *Nota in tema di consorzi di garanzia fidi*, in *Giurisprudenza italiana*, 2011, pp. 6 ss.
- GIANNELLI A., *Le obbligazioni ibride tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, Milano, 2013.
- GIL MORENO E., *Nuevos activismos sociales en la era digital: de las masas al crowd*, in *Política y Sociedad*, 2017, 54, pp. 191 ss.
- GIMENO M., *Aproximación a la naturaleza jurídica del «crowdfunding»*, in *Revista de Derecho Mercantil*, 2014, 291, pp. 456 ss.
- GIRARD C. e DEFFAINSCRAPSKY C., *Les mécanismes de gouvernance disciplinaires et cognitifs en Equity Crowdfunding: Le cas de la France*, in *France Contrôle Stratégie*, 2016, 19, pp. 3 ss.
- GIRINO E., *Le regole del crowdfunding*, in *Amministrazione&Finanza*, 2014, pp. 75 ss.
- GITTI G., *Vecchi e nuovi confini dell'autonomia contrattuale*, in *Tradizione civilistica e complessità del sistema, valutazioni storiche e prospettive della parte generale del contratto*, a cura di Macario F. e Miletto M. N., Milano, 2006, pp. 391 ss.
- GIUDICI G., GUERINI M. e ROSSI LAMASTRA C., *Crowdfunding in Italy: state of the art and future prospects*, in *Economia, politica e industria*, 2013, pp. 174 ss.
- GIUDICI P., *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?*, in *Le Società*, 2011, pp. 1444 ss., in nota a Tribunale di Milano, Sezione VI, 1 luglio 2011.
- GOBBO G., *Sub art. 21 t.u.f.*, in *Commentario t.u.f.*, a cura di Vella F., Torino, 2012, I, pp. 256 ss.
- GOMBER P. e PIERRON A., *MiFID – Spirit and reality of a European Financial Markets Directive*, 2010, pp. 61 ss., disponibile all'indirizzo [https://safe-frankfurt.de/uploads/media/Gomber\\_Pierron\\_MiFID\\_report.pdf](https://safe-frankfurt.de/uploads/media/Gomber_Pierron_MiFID_report.pdf).

- GOODE R., *Il diritto commerciale del terzo millennio*, in *Giuristi stranieri di oggi*, Milano, 2003.
- GOODHART C., KAY J., MORTIMER K. e DUGUID A., *Financial Regulation – or Over-Regulation?*, London, 1988.
- GRANIER T., *L'ordonnance n. 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif*, in *Bulletin Joly Sociétés*, 2014, 12, pp. 740 ss.
- GRANIER T., *Le statut des plateformes de souscription de titres financiers*, in *Bulletin Joly Sociétés*, 2014, 12 pp. 750 ss.
- GRAZIANI A., *La società a responsabilità limitata*, in *Scritti giuridici in onore di Antonio Scialoja*, Bologna, 1953, II, pp. 426 ss.
- GRAZIANI A., MINERVINI G., BELVISO U. e SANTORO V., *Manuale di diritto commerciale*, Milano, 2017, edizione 17.
- GRECO F., *La responsabilità «extracontrattuale» dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2013, pp. 1452 ss.
- GREENFIELD K., *The end of contractarianism? Behavioral Economics and the Law of Corporations*, in *The Oxford Handbook of Behavioral Economics and the Law*, a cura di Zamir E. e Teichman D., Oxford, 2014, pp. 518 ss.
- GRUMO M., *Le misure di sostegno al finanziamento degli Enti del Terzo settore e delle imprese sociali previste dalla riforma: autofinanziamento, liberalità e finanziamenti*, in *Non profit paper*, 2017, 4, pp. 51 ss.
- GUACCERO A., *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio di equity crowdfunding*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2014, pp. 699 ss.
- GUALANDRI E. e SCHWIZER P., *Bridging the Equity gap: il caso delle PMI innovative*, in *Studi e Note di Economia*, Anno XIII, 2008, 1, pp. 104 ss.
- GUIDANTONI S., *Gli strumenti finanziari emessi dalle start up innovative*, in *Fisco*, 2015, pp. 3652 ss.
- GUIDANTONI S., *Start up innovative: esigenze per la crescita*, in *Fisco*, 2014, pp. 1436 ss.
- GUIZZARDI S., *L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2016, pp. 549 ss.
- GULLIFER L. e PAYNE J., *Corporate Finance Law, Principles and Policy*, Oxford, 2015, edizione II.

- HAMAUI R., *La competizione fra mercati e intermediari ed il nuovo ruolo della regolamentazione*, in *Banca impresa e società*, 2000, 2, pp. 289 ss.
- HANKS S., *Online capital-raising by small companies in the USA after the JOBS Act compared to the same process in the European Union*, in *Capital Markets Law Journal*, 2013, pp. 261 ss.
- HANSMANN H. e KRAAKMAN R., *Il ruolo essenziale dell'organizational law*, in *Rivista delle società*, 2001, pp. 21 ss.
- HARRIET L., ABDOUNE R. e BENTEBBAA S., *La perception de l'equity crowdfunding par les dirigeants de PME en France*, in *Revue Management&avenir*, 2017, 93, pp. 15 ss.
- HARRISON R. T. e BALDOCK R., *Financing SME growth in the UK: meeting the challenges after the global financial crisis*, in *Venture Capital*, 2015, volume 17, pp. 1 ss.
- HAZEN T. L., *Crowdfunding or Fraudfunding - Social Networks and the Securities Laws - Why the Specially Tailored Exemption Must Be Conditioned on Meaningful Disclosure*, 90 *North Carolina Law Review* 1735 (2012), pp. 1736 ss.,  
disponibile all'indirizzo <https://scholarship.law.unc.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=4584&context=nclr>
- HERTING G., KRAAKMAN R. e ROCK E., *Iussers and Investor Protection*, in *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, 2009, pp. 299 ss.
- HOPT K. J., *Company Law Modernization: Transatlantic Perspectives*, in *Rivista delle società*, 2006, pp. 906 ss.
- HORNUF L. e SCHWIENBACHER A., *Crowdinvesting – Angel Investing for the Masses?*, in *Handbook of Research on Venture Capital: Volume 3. Business Angels*, 2014, pp. 8 ss., disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2401515>.
- HORNUF L. e SCHWIENBACHER A., *Should Securities regulation Promote Equity Crowdfunding?*, 15 agosto 2016, disponibile all'indirizzo SSRN <https://ssrn.com/abstract=2412124> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2412124>.
- HORNUF L., SCHMITT M. e STENZHORN E., *Equity Crowdfunding in Germany and the UK: follow-up funding and firm failure*, in *Max Planck Institute for innovation and Competition Research Paper Series*, 2017, n. 6642.
- HOWE J., *The Rise of Crowdsourcing*, in *Wired Magazine*, 14 giugno 2006, disponibile all'indirizzo [http://www.wired.com/wired/archive/14.06/crowds\\_pr.html](http://www.wired.com/wired/archive/14.06/crowds_pr.html).

- IOVENO C., *Il portale nell'equity crowdfunding: un nuovo gatekeeper? Un'analisi alla luce della regolamentazione italiana e statunitense*, in *Il Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2016, pp. 1 ss.
- IRRERA M., *La nuova disciplina dei «prestiti» dei soci alla società*, in *La riforma delle società*, a cura di Ambrosini S., 2003, pp. 141 ss.
- IRTI N., *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 2003.
- IRTI N., *Sul problema delle fonti di diritto privato*, in *Rivista trimestrale di diritto processuale civile*, 2001, pp. 699 ss.
- IVANOV V. e KNYAZEVA A., *U.S. securities-based crowdfunding under Title III of the JOBS Act*, 2017, disponibile all'indirizzo [https://www.sec.gov/dera/staff-papers/white-papers/28feb17\\_ivanov\\_knyazeva\\_crowdfunding-under-titleiii-jobs-act.html](https://www.sec.gov/dera/staff-papers/white-papers/28feb17_ivanov_knyazeva_crowdfunding-under-titleiii-jobs-act.html).
- JENG D. H., *The JOBS Act: Rule 506, Crowdfunding, and the Balance between Efficient Capital Formation and Investor Protection*, disponibile all'indirizzo SSRN <https://ssrn.com/abstract=2238624> o  
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2238624>.
- KEITA B., *Un cadre juridique pour le financement participatif*, in *Petites affiches*, 2014, 178, pp. 7 ss.
- KEYNES J. M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Londra, 1936.
- KINDELER P., *La responsabilità dei revisori legali e delle società di revisione legale: un confronto tra la disciplina italiana e tedesca*, in *Rivista delle società*, 2016, fascicolo n. 6, pp. 1124 ss.
- KLEEKMAN F., GÜNTHER G. e REIDER K., *Günther, e Reider, Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing*, in *Science, Technology & Innovation Studies*, 4:1, 2008, pp. 339 ss.
- KRAAKMAN R., *Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay*, in *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, a cura di Ferrarini G., Hopt K. J. e Winter J., Oxford, 2004, pp. 97 ss.
- KRAAKMAN, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, in *Journal of Law, Economics & Organization*, 2, 1986, pp. 53 ss.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. e VISHNY R. W., *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, Volume 106, No. 6, December 1998, pp. 1113 ss.

- LA ROCCA G., *Il «collocamento» di prodotti finanziari tra Cassazione e legislatore «del fare»: brevi notazioni*, in *Foro italiano*, 2013, I, pp. 3493 ss.
- LA SALA G. P., *Start-up innovative: fattispecie e costituzione in forma di s.r.l.*, in *Rivista delle società*, 2017, fascicolo n. 5/6, pp. 1118 ss.
- LAMANDINI M., *Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma*, in *Rivista delle società*, 2002, fascicolo n. 1, pp. 139 ss.
- LAMANDINI M. e RAMOS MÜÑOZ D., *Eu Financial Law. An introduction*, Milano, 2016.
- LAMANDINI M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, Relazione al XXVIII Convegno di studio su “Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati”, Courmayeur, 19 – 20 settembre 2014, disponibile [http://www.cnpds.it/documenti/relazione\\_prof\\_lamandini.pdf](http://www.cnpds.it/documenti/relazione_prof_lamandini.pdf)
- LAMBERTI G., *Le azioni a voto plurimo e quorum assembleari*, in *Nuovo diritto delle società*, 2017, pp. 1 ss., disponibile all’indirizzo [http://www.nuovodirittodellesocieta.it/azioni\\_a\\_voto\\_plurimo\\_e\\_i\\_quorum\\_assembleari](http://www.nuovodirittodellesocieta.it/azioni_a_voto_plurimo_e_i_quorum_assembleari).
- LANGELY P., *Crowdfunding in The united Kingdom: A cultural Economy*, in *Economic Geography*, 2016, vol. 92, n. 3, pp. 312 ss.
- LASSERRE CAPDEVILLE J., *Les incidentes sur le monopole bancaire et le monopole des prestataires de services de paiement de l’ordonnance sur le financement participatif*, in *Gazette du Palais*, 2014, 261, pp. 5 ss.
- LAUDONIO A., *La folla e l’impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2014, disponibile all’indirizzo [http://orizzontideldirittocommerciale.it/media/24322/laudonio\\_a\\_def.pdf](http://orizzontideldirittocommerciale.it/media/24322/laudonio_a_def.pdf).
- LE FUR A. V., *Enfin un cadre juridique pour le crowdfunding, une première étape dans la réglementation*, in *Recueil Dalloz*, 2014, pp. 1831 ss.
- LE FUR A. V., *Le crowdfunding, une première étape dans la réglementation?*, in *Juris art*, 2014, 19, pp. 14 ss.
- LE FUR A. V., *Le crowdfunding: le cadre juridique national et le futur cadre européen*, in *Droit et Patrimoine*, 2017, pp. 274 ss.
- LEGEAIS G., *Ubérisation du crédit: la réglementation du crowdfunding*, in *Dalloz*, 2017, 3, pp. 148 ss.

- LEHNER O. M. e NICHOLLS A., *Social finance and crowdfunding for social enterprises: a public-private case study providing legitimacy and leverage*, in *Venture Capital*, 2014, volume 16, pp. 271 ss.
- LEHNER O. M., GRABMANN E. e ENNSGRABER C., *Entrepreneurial implications of crowdfunding as alternative funding source for innovations*, in *Venture Capital*, 2015, volume 17, pp. 171 ss.
- LENER R. e LUCANTONI P., *Regole di condotta nella regolazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2012, pp. 369 ss.
- LENER R. e LUCANTONI P., *Sub art. 23 t.u.f.*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di Fratini M. e Gasparri G., Torino, 2012, I, pp. 414 ss.
- LENER R., *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di D'apice R., Bologna, 2010, pp. 349 ss.
- LENER R., *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996.
- LENER R., *La disciplina degli organismi per la tenuta degli albi dei professionisti operanti nel settore bancario, finanziario e assicurativo: un'ipotesi di riorganizzazione normativa*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2014, pp. 27 ss.
- LEOGRANDE G., *Sub artt. 2341 -bis e 2341 -ter c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico al D.Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6*, a cura di Maffei Alberti A., Padova, 2005, pp. 92 ss.
- LIBERTINI M., *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del codice civile*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Campobasso G. F.*, diretto da Abbadessa P. e Portale G. B., Torino, 2007, 4, pp. 461 ss.
- LIGNEUL N., *Le financement participatif de l'access au droit: entre régulation financière et régulation juridique*, in *Petit affiches*, 2016, 260, pp. 3 ss.
- LIPARI N., *Fonti del diritto e autonomia dei privati (Spunti di riflessione)*, in *Rivista di diritto civile*, 2007, pp. 732 ss.
- LIPTON D., *Broker – Dealer Regulation*, New York, 2010.
- LODOVICO G., *La legge delega per la riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, 2002, pp. 27 ss.

- LÒPEZ ORTEGA R., *Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial*, in *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 2016, pp. 92 ss.
- LUCANTONI P., *Il mercato dei derivati: note preliminari ad uno studio sistematico*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2017, pp. 182 ss.
- LUONI S., *Società di capitali – patto parasociale tra problemi di forma e conseguenze in caso di inadempimento*, in *Giurisprudenza italiana*, 2018, pp. 398 ss.
- LUPI M., *Art. 1, co. 5; co. 5 -bis; co. 5 -quater; co. 5 -quinquies; co. 5 -sexies; co. 6*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di Fratini M. e Gasparri G., Torino, 2012, pp. 45 ss.
- MAALAOUI A. e CONREAUX P., *Crowdfunding: Les ces du financement participatif*, Paris, 2014.
- MACCHIAVELLO E., *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*, in *Rivista di diritto bancario*, 2018, disponibile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/rivista/finanza/mercati-finanziari-e-regole-di-sistema/la-travagliata-evoluzione-normativa-dell-equity-crowdfunding>.
- MACCHIAVELLO E., *Una nuova frontiera del settore finanziario solidale: microfinanza e peer-to-peer lending*, in *Banca impresa e società*, 2013, pp. 277 ss.
- MACLEOD HEMINWAY J., *Investor and Market Protection in The Crowdfunding Era: Disclosing to and for The Crowd*, 38 *Vt. Law Review* 827 (2014), *University of Tennessee Legal Studies Research Paper No. 242*, pp. 827 ss., disponibile all'indirizzo SSRN [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2435757](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2435757).
- MACLEOD HEMINWAY J., *What is a Security in the Crowdfunding Era?*, in *Ohio State Entrepreneurship and Business Law Journal*, 335, 2012, pp. 345 ss.
- MAFFEIS D., *La vendita di partecipazioni sociali: natura, contenuto e tipi*, in *Trattato dei Contratti. Vendita e vendite*, diretto da Roppo V., Milano, 2014, pp. 835 ss.
- MAGGIOLO M., *Servizi ed Attività di investimento. Prestatori e prestazioni*, in *Trattato diritto civile e commerciale*, già diretto da Cicu, Messineo, Mengoni e continuato da Schlesinger, Milano, 2012.



- MAGGIOLO M., *Servizio di consulenza in materia di investimenti vs. servizio di ricezione e trasmissione di ordini*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2014, pp. 491 ss.
- MALTONI M. e SPADA P., *L'impresa start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Rivista del notariato*, 2013, pp. 579 ss.
- MALTONI M., *La s.r.l. start-up innovativa*, disponibile all'indirizzo <http://elibrary.fondazionenotariato.it/argomento.asp?arg=160&mn=2>.
- MALTONI M., RUOTOLO A. e BOGGIALI D., *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, Studio n. 101-2018/I, disponibile all'indirizzo <https://www.notariato.it/sites/default/files/101-2018-I.pdf>.
- MANFRELLOTTI R., *Esercizio di funzioni normative e partecipazione dei soggetti privati: a proposito dei regolamenti della società di gestione della borsa*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2000, pp. 1020 ss.
- MANGANO R., *La disciplina delle società quotate. Dalla Gerarchia delle fonti al MAC. Recenti tendenze*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber Amicorum P. Abbadessa*, diretto da Campobasso M., Torino, 2014, pp. 398 ss.
- MARANO P., *I patti parasociali*, in *S.r.l. Commentario*, a cura di Dolmetta A. A. e Presti G., Milano, 2011, pp. 128 ss.
- MARASÀ G., *Appunti sui requisiti di qualificazione degli enti del terzo settore: attività, finalità, forme organizzative e pubblicità*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2018, 3, pp. 671 ss.
- MARASÀ G., *Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative prima e dopo la L. 99/2013 di conversione del D.L. n. 76/2013*, in *Le Società*, 2013, pp. 1094 ss.
- MARASÀ G., *Le s.r.l. nel quadro della legislazione di agevolazione*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2014, pp. 632 ss.
- MARCHETTI P. G., *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Mercato delle regole e regole del mercato, il diritto societario e il ruolo del legislatore*, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia, 13 – 14 novembre 2015, in *Collana della Rivista delle società*, Milano, 2016, pp. 63 ss.
- MARCHETTI P. G., *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di Tombari U., Torino, 2016, pp. 4 ss.

- MARCHETTI P. G., *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Rivista delle società*, 2015, fascicolo n. 2, pp. 448 ss.
- MARCHISIO E., “*Spaccare in quattro il capello*”. *Interpretazione del diritto (commerciale) e figure retoriche*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2018, I, pp. 404 ss.
- MARCHISIO E., *La “maggiorazione del voto” (art. 127 -quinquies T.U.F.): récompense al socio “stabile” o trucage del socio di controllo?*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2015, I, pp. 78 ss.
- MARÍN LÓPEZ M. J., *Crowdfunding, intermediarios de crédito y préstamos al consumo en la Ley 5/2015*, in *Diario La Ley*, N° 8575, Sección Tribuna, 3 luglio 2015.
- MARRONI L., *Verso un mercato delle cambiali finanziarie*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2013, I, pp. 860 ss.
- MARTIN T. A., *The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles With the Demands of the Crowd*, 2012, disponibile all’indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2040953> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2040953>.
- MARTINA G., *La raccolta in titoli obbligazionari delle società cooperative*, in *Rivista della cooperazione*, 1997, pp. 121 ss.
- MARTINA G., *L’emissione di obbligazioni da parte delle società cooperative*, in *Rivista di diritto civile*, 1999, pp. 511 ss.
- MARTINAT A., *C comme...- Crowdfunding*, in *Juris associations*, 2015, 521, pp. 50 ss.
- MARTORANO F., *Profili cartolari delle cambiali finanziarie*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1996, I, pp. 179 ss.
- MARTORANO F., *Profili cartolari delle cambiali finanziarie*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1996, pp. 129 ss.
- MASI P., *Cambiale Finanziaria*, in *Enciclopedia del diritto*, Aggiornamento I, Milano, 1995.
- MASSARI G., *Il whistleblowing all’italiana: l’evoluzione del modello sino alla legge n. 179 del 2017*, in *Studium Iuris*, 2018, 981 ss.
- MASSELLA DUCCI TERI B., *Voto plurimo e voto maggiorato*, in *Digesto discipline privatistiche, sezione commerciale*, Aggiornamento, Torino, 2015, VII, pp. 624 ss.
- MASTROPAOLO E. M., *Dematerializzazione (strumenti finanziari)*, in *Digesto delle discipline privatistiche, sezione commerciale*, Torino, 2007, pp. 238 ss.

- MASTROPAOLO F., *I consorzi fidi come garanzie collettive*, in *I contratti di garanzia*, a cura di Mastropaolo F., Milano, 2006, pp. 313 ss.
- MAUGERI M., *Capitale di debito, minibond e informazione “imperfetta” del mercato*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2014, pp. 449 ss.
- MAUGERI M., *Quali diritti particolari per il socio di società a responsabilità limitata?*, in *Rivista delle società*, 2004, fascicolo n. 6, pp. 1483 ss.
- MAUGERI M., *Record date e «nuova» inscindibilità della partecipazione azionaria*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2011, I, pp. 107 ss.
- MEO G., *Le Società con azioni quotate e il regime della partecipazione significativa*, disponibile in *Notiziariogiuridico.it*, disponibile all’indirizzo <http://www.notiziariogiuridico.it/meo.html>.
- MIGNARRI E., *Cambiali finanziarie: la proposta di legge di modifica della disciplina normativa e fiscale*, in *Impresa commerciale e industriale*, 2002, pp. 4 ss.
- MILLER S., *Financial Services Providers, Reputation and Virtuous Triangle*, in *The Future of Financial Regulation*, a cura di MacNeil I. e O’Brien J., Oxford, 2010, pp. 381 ss.
- MINERVINI G., *Emissione di cambiali finanziarie e raccolta privata del risparmio*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2000, 5, pp. 593 ss.
- MINERVINI G., *La Consob. Lezioni di diritto del mercato finanziario*, Napoli, 1989.
- MIOTTO L., *La funzione di revisione legale: intersezione fra disciplina dell’attività e dei soggetti*, in *Rivista delle società*, 2018, pp. 433 ss.
- MIRONE A., *Le decisioni dei soci nella s.r.l., profili procedurali*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G. F. Campobasso*, a cura di Abbadessa P. e Portale G.B., Torino, 2007, pp. 475 ss.
- MIRRA V. e ZAOTTINI D., *Equity crowdfunding 2.0: meno oneri per imprese e lavoratori*, in *Rivista di diritto bancario*, 2016, disponibile all’indirizzo <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/equity-crowdfunding-20-meno-oneri-impres-e-investitori>.
- MITRA D., *The role of Crowdfunding in Entrepreneurial Finance*, in *Delhi Business Review*, X, Volume 13, No. 2, July – December 2012, pp. 70 ss.
- MOLINARO G., *I piani azionari e il work for equity nelle start-up innovative e negli incubatori certificati*, in *Fisco*, 2017, pp. 1841 ss.

- MOLLIK E. R., *The dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study*, in *Journal of Business Venturing*, Volume 29, Issue 1, January 2014, pp. 1 ss., disponibile all'indirizzo SSRN <https://ssrn.com/abstract=2088298> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2088298>.
- MONTALENTI P., *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di Tombari U., Torino, 2016, pp. 30 ss.
- MONTALENTI P., *Il diritto commerciale dalla separazione dei codici alla globalizzazione*, in *Rivista trimestrale del diritto processuale civile*, 2012, pp. 391 ss.
- MONTALENTI P., *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2014, pp. 1068 ss.
- MONTALENTI P., *Il diritto societario europeo tra armonizzazione e concorrenza regolatoria*, in *Impresa società di capitali mercati finanziari*, Torino, 2017, pp. 125 ss.
- MONTALENTI P., *La riforma del diritto societario: profili generali*, in *La riforma delle società, profili della nuova disciplina*, a cura di Ambrosini S., Torino, 2003, pp. 1 ss.
- MONTALENTI P., *Nuove clausole generali del diritto commerciale tra civil e common law*, in *Impresa società mercati finanziari*, Torino, 2017, pp. 38 ss.
- MONTALENTI P., *Operazioni con parti correlate*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2011, I, pp. 319 ss.
- MONTALENTI P., *Sub art. 2325 -bis c.c.*, in *Il Nuovo diritto societario*, diretto da Cottino G. e Bonfante G., Cagnasso O., Montalenti P., Torino, 2004, pp. 31 ss.
- MONTANARO E., *I principi Basilea*, in *Scritti per Franco Belli*, Pisa, 2014, pp. 27 ss.
- MOONLEY N., *Financial Services and Markets*, in *The Oxford Handbook of Regulation*, a cura di Baldwin R., Cave M. e Lodge M., Oxford, 2010, pp. 437 ss.
- MORGOVICH S., *Riflessioni sulla disciplina dei patti parasociali*, in *Impresa*, 2006, pp. 6 ss.
- MORINI A., *Appunti sulle Loyalty Shares*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2016, 5, pp. 690 ss.

- MOSCA C., *Collocamento e offerta a pubblico. Riflessioni su una relazione non strettamente necessaria*, in *Rivista delle società*, 2016, fascicolo n. 4, pp. 648 ss.
- MOSCA C., *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie OPA*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2015, 5, pp. 863 ss.
- MOSCO G. D., *L'impresa non speculativa*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2017, 2, pp. 216 ss.
- MOSCO G. D., *La nuova regolamentazione dell'equity crowdfunding*, in *Crowd Future-Aspetti giuridici del crowdfunding*, in *crowdfuture.net*, 2014, disponibile all'indirizzo <http://crowdfuture.net/>.
- MOSCO G. D., *Riforma societaria, organizzazione interne delle società per azioni "chiuse" e piccole e medie imprese*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2004, pp. 1079 ss.
- MOTTI C., *Dalla destinazione alla circolazione alla destinazione al mercato: i "nuovi" titoli di massa*, in *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni, con riflessioni sul diritto cartolare e delle assicurazioni. Atti del Convegno di Venezia dei giorni 9 e 10 maggio 2014 "Impresa e società, assicurazioni, titoli di credito" in ricordo di Giulio Partesotti*, a cura di De Angelis L., Martina G. e Urbani A., 2015, pp. 451 ss.
- MOTTI C., *La società a responsabilità limitata introduzione alla nuova disciplina*, in *La riforma delle società di capitali, La riforma delle società di capitali. Aziendalisti e giuristi a confronto*, a cura di Abriani N. e Onesti T., Milano, 2004, pp. 102 ss.
- MOTTI C., *Mercati borsistici e diritto comunitario*, Milano, 1997.
- MOTTI C., *Problemi attuali in tema di regolamentazione e governance delle borse «universali»*, in *Scambi su merci e derivati su commodities – quali prospettive?*, a cura di Lamandini M. e Motti C., Milano, 2006, pp. 128 ss.
- MOTTI C., *Tipologia e disciplina delle trading venues*, in *L'attuazione della direttiva MIFID*, a cura di Frediani L. e Santoro V., Milano, 2009, pp. 43 ss.
- MOTTI, *Etica e regolatori privati: il caso dei mercati di borsa*, in AA. VV., *Studi per Franco Di Sabato*, Napoli, 2009, I, pp. 515 ss.
- MOULIN J. M., *Financement participatif*, in *LexTenso*, 2017, pp. 1 ss.
- MOULIN J. M., *Régulation du crowdfunding : de l'ombre à la lumière*, in *Bullettin Joly Bourse*, juillet – août, 2014, pp. 356 ss.

- MUCCIARELLI F., *Società per azioni e offerta al pubblico d'acquisto, le difese successive contro offerte pubbliche d'acquisto di azioni quotate*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 265, 2004.
- NATOLI R., *Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto di "risparmio"*, in *I Contratti*, 2010, pp. 67 ss.
- NEHME M., *The rise of crowd equity funding: where to now?*, in *International Journal of Law in Context*, 13, 3, 2017, pp. 253 ss.
- NOTARI M., *Contratto e regolamentazione nella quotazione di borsa*, in *Rivista di diritto privato*, 2003, fascicolo n. 3, pp. 493 ss.
- NOTARI M., *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazioni*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2003, pp. 325 ss.
- NOTARI M., *Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *I contratti per l'impresa. Banca, mercati, società*, a cura di Gitti G., Maugeri M. e Notari M., Bologna, 2012, II, pp. 358 ss.
- NOTARI M., *Le S.r.l., PMI nel sistema dei modelli societari di diritto italiano*, Relazione tenuta al XXXII Convegno di studio su "Società a responsabilità limitata, piccole e medie impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?", Courmayeur, 14 – 15 settembre 2018.
- NUNZIANTE G., *Il crowdfunding*, in *Rivista di diritto bancario*, 2013, [http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/nunzianteg\\_il\\_crowdfunding\\_2013.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/nunzianteg_il_crowdfunding_2013.pdf).
- OPPO G., *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Rivista di diritto civile*, 2004, pp. 315 ss.
- ORLANDI M., *Le condizioni generali di contratto come fonte secondaria, in Tradizione civilistica e complessità del sistema, valutazioni storiche e prospettive della parte generale del contratto*, a cura di Macario F. e Miletto M. N., Milano, 2006, pp. 347 ss.
- OTTOLIA A., *L'equity crowdfunding tra incentivi al reperimento di capitale di rischio per le start up innovative e responsabilità*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2014, 1, pp. 43 ss.
- PACE D. I., *Ammissione, sospensione, esclusione dai mercati regolamentati – poteri della Consob e delle società di gestione dei mercati*, Torino, 2012.
- PACE D. I., *I sistemi organizzati di negoziazione nella proposta di revisione della MiFID: un primo raffronto con le altre sedi di negoziazione*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2012, I, pp. 497 ss.



- PALÀ LAGUNA R. e CUERVO-ARANGO C., *Alternativas a la financiación bancaria en el nuevo régimen de fomento de la financiación empresarial: el acceso a los SMN y el tránsito a los mercados secundarios oficiales de valores. Las plataformas de financiación participativa*, in *Anuario de Capital Riesgo*, 2015.
- PALMITER A. R., *Pricing Disclosure: Crowdfunding's Curious Conundrum*, 7 *Entrepreneurship and Business Law Journal*, 373, 2012, pp. 391 ss.
- PANDO A., *Le crowdfunding bientôt doté d'un cadre juridique spécifique*, in *Petit affiches*, 2014, 45, pp. 3 ss.
- PANETTA F., *Indagine conoscitiva sulle tematiche relative all'impatto della tecnologia finanziaria sul settore finanziario, creditizio e assicurativo*, 29 novembre 2017, 8, disponibile all'indirizzo <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/indagine-conoscitiva-sulle-tematiche-relative-all-impatto-della-tecnologia-finanziaria-sul-settore-finanziario-creditizio-e-assicurativo/?com.dotmarketing.htmlpage.language=102>.
- PAOLINI A., *Della Srl – start-up innovativa (ovvero della srl transtipica)*, in *I quaderni della Fondazione italiana per il notariato*, 2014, pp. 199 ss.
- PARKINSON J. E., *The contractual theory of the company and the protection of non-shareholder interests*, in *Corporate and Commercial Law: Modern Development*, a cura di D. Feldman e F. Meisel, Londra, 1996, pp. 121 ss.
- PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive futura*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2010, pp. 121 ss.
- PARZIALE A., *La proposta di riforma MiFID II ed il suo impatto sulla disciplina delle trading venues*, in *Crisi dei mercati finanziari e corporate governance: poteri dei soci e tutela del risparmio*, a cura di Lener R., Roma, 2014, pp. 331 ss.
- PASCUZZI G., *Il diritto dell'era digitale*, Bologna, 2016.
- PASSADOR M. L., *Crowdfunding: tra profili di adeguatezza ed appropriatezza e profili di applicabilità all'aumento di capitale*, in *Banca, impresa e società*, 2015, pp. 287 ss.
- PASSARELLI M., *Socio di minoranza: padrone della propria partecipazione o socio in balia del "trascinatore"? Analisi delle clausole di "tag, drag e bring along"*, in *Rivista notarile*, 2013, 65 ss.
- PASSARELLI M., *Socio di minoranza: padrone della propria partecipazione o socio in balia del "trascinatore"? Analisi delle clausole di "tag, drag e bring along"*, in *Rivista notarile*, 2013, pp. 65 ss.
- PATRONI GRIFFI U., *Le operazioni sulle proprie partecipazioni*, in *S.r.l. Commentario*, a cura di Dolmetta A. A. e Presti G., Milano, 2011, pp. 514 ss.

- PAVONI R., *Teoria delle società. Tipi costituzione*, Milano, 1953.
- PELLEGATTA A., *Capitalizzazione e fonti di finanziamento delle Pmi italiane: criticità e nuovi strumenti*, in *Bancaria*, 2013, pp. 55 ss.
- PELLEGRINI M., *Varietà da un riscontro di regolarità alla «supervisione». La svolta disciplinare degli intermediari finanziari non bancari*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2009, pp. 593 ss.
- PEREGO A., *Gli «enti religiosi civilmente riconosciuti» nel Codice del Terzo settore. Prime considerazioni su una categoria soggettiva dai confini incerti*, in *Jus*, 2017, 3, pp. 483 ss.
- PERFETTI L. R., Sub art. 107 t.u.b., in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da Capriglione F., Milano, 2018, edizione IV, tomo II, pp. 1582 ss.
- PERRINO M., *La nuova s.r.l. nella riforma delle società di capitali*, in *Rivista delle società*, 2002, fascicolo n. 5, pp. 1118 ss.
- PERRONE A., *Sistema dei controlli e mercato dei capitali*, in *Rivista delle società*, 2011, fascicolo n. 5, pp. 841 ss., disponibile all'indirizzo [https://www.academia.edu/37669042/Sistema\\_dei\\_controlli\\_e\\_mercato\\_dei\\_capitali](https://www.academia.edu/37669042/Sistema_dei_controlli_e_mercato_dei_capitali).
- PETRAZZINI B., *La s.r.l.: struttura finanziaria e organizzazione corporativa*, in *Lineamenti di diritto commerciale*, a cura di Cottino G., Torino, 2016, edizione II, pp. 411 ss.
- PIANTELLI A., *La distinzione dei patti parasociali dai patti sociali nella società di capitali*, in *Contratto e impresa*, 2013, pp. 771 ss.
- PIETRANCOSTA A., *Offre au public de titres financiers et admission aux négociations sur un marché*, in *Études Joly sociétés*, 2017.
- PIGNOTTI G., *La nuova disciplina italiana dell'equity based crowdfunding*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2016, pp. 576 ss.
- PIGNOTTI G., *La nuova disciplina italiana dell'equity based crowdfunding*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2016, pp. 3 ss.
- PINTO M., *L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal «Decreto crescita»*, in *Le Società*, 2013, pp. 818 ss.
- PISANI L., *Le obbligazioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G. F. Campobasso*, diretto da Abbadessa P. e Portale G. B., Torino, 2006, 1, pp. 765 ss.



- PISANI PASSAMORMILE A., Sub art. 2389 c.c., in *Commentario del codice civile*, GABRIELLI E., diretto da, Milano, 2015, 259 ss.
- POMELLI A., *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 301, 2014.
- PONZANELLI G., Terzo settore: la legge delega di riforma, in *Nuova giurisprudenza civile*, 2017, 5, pp. 726 ss.
- PORACCHIA D. e VELARDOCCHIO D., *Le financement participatif par offre de titres financiers*, in *Bulletin Joly Sociétés*, 2014, 12, pp. 742 ss.
- PORTALE G. B., *Patti parasociali con “efficacia corporativa” nelle società di capitali*, in *Rivista delle società*, 2015, fascicolo n. 1, pp. 1 ss.
- PORTOLANO A., *Le modifiche alla normativa in materia di equity crowdfunding*, in *Rivista diritto bancario*, 2018, disponibile all’indirizzo <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/le-modifiche-alla-normativa-materia-di-equity-crowdfunding>.
- PRESTI G. e RESCIGNO M., *Corso di diritto commerciale*, Torino, 2015, tomo II.
- PRESTI G., *La responsabilità del revisore*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2007, pp. 160 ss.
- PRESTI G., Rating, in *Enciclopedia del diritto*, Annali VII, Milano, 2014, pp. 847 ss.
- PREVIATI D., GALLOPPO G. e SALUSTRI A., *Crowdfunding en la Unión europea: factores impulsores y atractivo*, in *Papeles de economía española*, 2015, pp. 104 ss.
- QUADRI E., *Il terzo settore tra diritto speciale e diritto generale*, in *Nuova giurisprudenza civile*, 2018, 5, pp. 708 ss.
- RAMAJOLI M., *Self regulation, soft regulation e hard regulation nei mercati finanziari*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2016, 2, pp. 53 ss.
- RATTI E., *Il superamento del principio “un azione-un voto”: azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato*, in *Nuovo diritto delle società*, 2017, pp. 1 ss.  
[http://www.nuovodirittodellesocieta.it/un\\_azione\\_un\\_voto\\_azioni\\_voto\\_plurimo\\_voto\\_maggiorato](http://www.nuovodirittodellesocieta.it/un_azione_un_voto_azioni_voto_plurimo_voto_maggiorato).
- RENZULLI V., *I limiti della disciplina del diritto di recesso nell’offerta fuori sede e il problema dell’applicazione “sostanziale” delle regole di condotta nella valutazione di adeguatezza dei contratti derivati*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2014, pp. 40 ss.

- RENZULLI V., *Osservazioni in tema di obblighi informativi degli intermediari nella valutazione di adeguatezza e rilevanza del giudizio di rating*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2014, pp. 312 ss.
- RESCIGNO M., *La Consob: un legislatore-giudice «dimezzato»?*, in *Stato e mercato*, 2001, 61, pp. 107 ss.
- RESCIGNO P., *Sub art. 1 t.u.b., Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da Alpa G. e Capriglione F., Padova, 1998, edizione I, tomo I, pp. 9 ss.
- RESCIO G. A. e SPERANZIN M., *Sub art. 2341 -ter c.c.*, in *Commentario del Codice Civile*, diretto da Gabrielli E., Torino, 2015, pp. 742 ss.
- RESCIO G. A., *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali dei soci*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Campobasso G. F.*, diretto da Abbadessa P. e Portale G. B., Torino, 2007, 1, pp. 445 ss.
- RESCIO G.A. e SPERANZIN M., *Sub art. 2341 -bis, Commentario del codice civile*, diretto da Gabrielli E., Torino, 2015, pp. 725 ss.
- REVIGLIONE P., *Il trasferimento della quota di società a responsabilità limitata*, Milano, 1998.
- REVIGLIONE P., *Partecipazione nella s.r.l.*, in *Digesto delle discipline privatistiche, sezione commerciale, Aggiornamento III*, Torino, 2007, pp. 598 ss.
- RIDLEY D., *Will New Regulation on Crowdfunding in the United Kingdom and United States Have a Positive Impact and Lead to Crowdfunding Becoming an Established Financing Technique?*, in *Statute Law Review*, 2016, Volume 37, No. 1, pp. 57 ss., disponibile all'indirizzo <https://doi.org/10.1093/slr/hmv026>.
- RIGHINI E., *Risparmio pubblico (appello al)*, in *Enciclopedia del diritto, Annali IV*, Milano, 2011, pp. 1038 ss.
- RIGHINI E., *Sub art. 1 t.u.f.*, in *Commentario t.u.f.*, a cura di Vella F., Torino, 2012, I, pp. 20 ss.
- RIGHINI E., *La nuova disciplina delle cambiali finanziarie*, in *Corriere giuridico*, 1994, pp. 530 ss.
- RIVOLTA G. C. M., *I regimi di amministrazione nelle società a responsabilità limitata*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G. F. Campobasso*, a cura di Abbadessa P. e Portale G. B., Torino, 2007, 3, pp. 517 ss.
- RIVOLTA G. C. M., *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da Cicu, Messineo, Mengoni e continuato a Shlesinger, Milano, 1982, XXX, t. 1.

- RIVOLTA G. C. M., *Ragioni dell'impresa e principio di conservazione nel nuovo diritto societario*, in *Rivista di diritto civile*, 2007, pp. 572 ss.
- RIZZO C., *Brevi note sulla legge di delega al Governo per la riforma del diritto societario: la società a responsabilità limitata*, in *Rivista del notariato*, 2002, pp. 1191 ss.
- RIZZO S., *Intermediari finanziari ed Equity Crowdfunding: profili di compliance*, in *Rivista della regolamentazione dei mercati*, 2014, 2, pp. 300 ss., disponibile all'indirizzo [http://www.rivistadellaregolazioneideimercati.it/materiali/FASCICOLO%202014/Pdf/15%20Rizzo%20\[300-317\].pdf](http://www.rivistadellaregolazioneideimercati.it/materiali/FASCICOLO%202014/Pdf/15%20Rizzo%20[300-317].pdf).
- RODOTÀ S., *Del ceto dei giuristi e di alcune sue politiche del diritto*, in *Politica del diritto*, 1986, pp. 8 ss.
- RODOTÀ S., *Repertorio di fine secolo*, Bari, 1999.
- RODRÌGUEZ DE LAS HERAS BALLELL T., *Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en el Proyecto le Ley de Fomento de la Financiación Empresarial: Concepto y funciones*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 2014, 15, pp. 9 ss.
- ROIG HERNANDO J. e SORIANO LLOBERA J. M., *Crowdfunding de Préstamos para PyMES en Espana: Un análisis empírico*, *Estudios de Economía Aplicada*, 2015, 33, pp. 301 ss.
- ROMANELLI P., *I patti sociali quale alternativa alla tutela parasociale*, in *La tutela delle minoranze nella s.r.l.*, a cura di Ruggiero C., Milano, 2014, pp. 487 ss.
- ROMANO, *L'ordinamento giuridico*, Firenze, 1977, ed. III.
- RORDORF R., "Stock options" ed informazione del mercato, in *Le Società*, 2001, pp. 147 ss.
- RORDORF R., *I sindacati di voto*, in *Le Società*, 2003, pp. 664 ss.
- RORDORF R., *Sollecitazione all'investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori*, in *Foro italiano*, 2001, V, col. 266.
- ROSSI A. e VISMARA S., *What did crowdfunding platforms do? A comparison between investment-based platforms in Europe*, in *Eurasian Business review*, marzo 2018, 8, pp. 93 ss.
- ROSSI G. e STABILINI A., *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, 2003, fascicolo n. 1, pp. 1 ss.

- ROSSI G., *Competizione regolamentare e contrattualizzazione del diritto societario*, in *Mercato delle regole e regole del mercato, il diritto societario e il ruolo del legislatore*, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia, 13 – 14 novembre 2015, in *Collana della Rivista delle società*, Milano, 2016, pp. 23 ss
- ROSSI G., *Informazione nel mercato finanziario*, in *Digesto delle discipline privatistiche, sezione commerciale*, Torino, 2012.
- ROSSI G., *La metamorfosi delle società per azioni*, in *Rivista delle società*, 2012, fascicolo n. 1, pp. 1 ss.
- ROSSI G., *Liberalismo, diritto dei mercati e crisi economica*, in *Rivista delle società*, 2013, fascicolo n. 4, pp. 749 ss.
- ROSSI M., *Benchmark e responsabilità dell'intermediario nella gestione del portafoglio*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2017, pp. 945 ss.
- ROSSI S., *Crowdfunding en Europe etude des models français en italien*, in *Nuovo diritto delle società*, 2015, pp. 63 ss.
- RUBIN J. W., *The JOBS Act: An Overview - What Every Business Lawyer Should Know*, in *Business Law Today, (May 2012)*, pp. 1 ss. disponibile all'indirizzo <https://www.jstor.org/stable/businesslawtoday.2012.05.02>.
- RUSSO G., *Sub. artt. 30, 31 e 32 t.u.f.*, in *Commentario t.u.f.*, a cura di Vella F., Torino, 2012, I, pp. 345 ss.
- RUTLEDGE G. P., *Overview of crowdfunding in the US*, in *Company Law*, 2015, 36(8), pp. 245 ss.
- SAJARDO MORENO A. e RIBEIRO COUTINHO D., *La nueva financiación del bienestar: economía social y crowdfunding. La era de la sociedad mecenaz?*, in *Anales de economía aplicada*, GARCÍA LIZANA A., FERNÁNDEZ MORALES A. e PODADERA RIVERA P., *Coordinadores*, Calle Maestro Luis Torregrosa, 2014, XXVIII.
- SALAFIA V., *Circolazione delle partecipazioni societarie*, in *Le Società*, 2014, pp. 1177 ss.
- SALAFIA V., *Esame di validità di alcuni patti parasociali relativi alle società non quotate*, in *Le Società*, 2008, pp. 1333 ss.
- SALAFIA V., *Il nuovo modello di società a responsabilità limitata*, in *Le Società*, 2003, pp. 5 ss.

- SALERNO F., *La responsabilità del revisore tra nuove incertezze e vecchi problemi*, in *Rivista delle società*, 2013, fascicolo n. 5, pp. 985 ss.
- SALVATORE L., *Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*, in *Nuovo diritto delle società*, 2014, pp. 16 ss.
- SANDRELLI G., *Proposte regolamentari della SEC per facilitare l'accesso alle piccole imprese al mercato dei capitali*, in *Rivista delle società*, 2014, pp. 275 ss.
- SANFILIPPO P. M., *I patti parasociali. Per una riflessione sulle tecniche di controllo*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, Milano, 2015, pp. 607 ss.
- SANGIOVANNI V., *Informazione sull'adeguatezza dell'operazione finanziaria e dovere di astenersi*, in *Corriere giuridico*, 2009, pp. 1255 ss., nota a Tribunale di Bologna, sezione II, 2 marzo 2009, n. 1161.
- SANGIOVANNI V., *L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la Mifid*, in *Corriere giuridico*, 2010, pp. 1385 ss.
- SANGIOVANNI V., *Le pattuizioni di co-vendita quali limiti alla circolazione di azioni e quote*, in *Notariato*, 2013, pp. 695 ss.
- SANTAGATA R., *I diritti particolari dei soci*, in *Commentario S.r.l.*, a cura di Dolmetta A. A. e Presti G., Milano, 2011, pp. 284 ss.
- SANTARPIA D., *Intermediazione finanziaria – «il danno da informazioni inesatte nella prestazione dei servizi di investimento»*, in *Nuova giurisprudenza civile*, 2018, pp. 1006 ss., nota a Cassazione Civile, Sezione I, Ordinanza 16 febbraio 2018, n. 3914 e Cassazione Civile, Sezione I, Ordinanza 20 marzo 2018, n. 6920.
- SANTINI G., *Società a responsabilità limitata*, in *Commentario del codice civile Scialoja – Branca*, a cura di Galgano F., Bologna – Roma, 1971, edizione II.
- SANTONI G., *Le quote di partecipazione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa P. e Portale G.B., Torino, 2007, 3, pp. 375 ss.
- SANTONI G., *Sub artt. 2341 -bis e 2341 -ter c.c.*, in *La riforma delle società, Commentario del D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di Sandulli M. e Santoro V., Torino, 2003, pp. 94 ss.
- SANTORO V. e TONELLI E., *Equity crowdfunding ed imprenditorialità innovativa*, in *Rivista di diritto bancario*, 2014, disponibile all'indirizzo

<http://www.dirittobancario.it/rivista/finanza/mercati-finanziari-e-regole-di-sistema/equity-crowdfunding-ed-imprenditorialita-innovativa>

SANTORO V., *Conferimenti e quote nella s.r.l.*, in *La riforma del diritto societario, Quaderni del Consiglio Superiore della Magistratura*, Roma 27 – 30 gennaio 2003; 24 – 27 gennaio 2003; 6 – 8 febbraio 2003; 17 – 19 febbraio 2003, pp. 176 ss.,  
disponibile all'indirizzo  
<https://www.csm.it/documents/21768/81517/quaderno+139/fbb86c76-75a7-43e5-87fd-2792743ff5e4>.

SANTORO V., *Crisi bancarie, ruolo dell'informazione e protezione del cliente*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2015, pp. 541 ss.

SAPONARO M., *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a rispondere*, in *Danno e responsabilità*, 2013, pp. 177 ss.

SCALABRINI F., *Le leggi di circolazione dell'azione priva di chartula*, in *Notariato*, 2006, pp. 581 ss.

SCARPONI C., *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contratto e impresa*, 2011, pp. 764 ss.

SCHWANTZ A. A., *Crowdfunding Securities*, in *88 Notre Dame Law Review*, 1457, 2013, pp. 1457 ss.

SCHWIENBACHER A. e LARRALDE B., *Crowdfunding of small entrepreneurial ventures*, in *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford, 2012, pp. 371 ss.

SCIUTO M., *Organizzazione e merito di credito delle società a responsabilità limitata alla luce di "Basilea"*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2007, 6, pp. 702 ss.

SEPE M., *Sub art. 62 t.u.f.*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa G. e Capriglione F., Padova, 1998, tomo I, pp. 589 ss.

SICLARI D., *Le prospettive di regolazione dei confidi dopo la legge n. 150 del 2016*, in *Rivista di diritto bancario*, disponibile all'indirizzo  
<http://www.dirittobancario.it/rivista/vigilanza-bancaria-e-finanziaria/le-prospettive-di-regolazione-dei-confidi-dopo-la-legge-n-150-del-2016>.

SIGAR K., *Fret No More: Inapplicability of Crowdfunding Concerns in The Internet Age And The Jobs Act's Safeguards*, in *Administrative Law Review*, Volume 64, No. 2, 2012, pp. 476 ss., disponibile all'indirizzo  
<https://www.jstor.org/stable/23317571>

- SIGNORI A. e VISMARA S., *Returns on Investment in Equity Crowdfunding*, 10 aprile 2016, disponibile all'indirizzo SSRN <https://ssrn.com/abstract=2765488> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2765488>.
- SMORTO G., *I contratti della sharing economy*, in *Foro italiano*, 2015, V, col. 221.
- SMORTO G., *Reputazione, fiducia e mercati*, in *Europa e diritto privato*, 2016, pp. 199 ss.
- SPADA P., *Cambiale finanziaria*, in *Enciclopedia del diritto, Aggiornamento I*, Milano, 1997, pp. 263 ss.
- SPADA P., *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla "nuova" società a responsabilità limitata)*, in *Rivista di diritto civile*, 2003, 5, pp. 10489 ss.
- SPADA P., *Introduzione al diritto dei titoli di credito, documenti circolanti, circolazione intermediata e password*, Torino, 2012, edizione III.
- SPERANZIN M., *La circolazione di partecipazioni in s.r.l. tra acquisti a non domino e pubblicità commerciale*, in *Il Nuovo diritto delle società. Liber amicorum G. F. Campobasso*, a cura di Abbadessa P. e Portale G. B., Milano, 2007, 3, pp. 413 ss.
- SPERANZIN M., *Piccole – medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in *Rivista delle società*, 2018, pp. 350 ss.
- SPIOTTA M., *La responsabilità civile del revisore legale in base all'art. 15 del d.lgs. 39/2010*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2012, pp. 693 ss.
- SPOLAORE P., *Finanziamento "privato" e strumenti finanziari "partecipativi"*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2018, 2, pp. 272 ss.
- SPOLIDORO E., *La contrattazione delle condizioni di introduzione, nello statuto della società a responsabilità limitata, delle clausole che comportano il disinvestimento della partecipazione dei soci*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2016, pp. 92 ss.
- SPOLIDORO M. S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Rivista delle società*, 2015, fascicolo n. 1, pp. 134 ss.
- STELLA RICHTER JR. M., *La società a responsabilità limitata*, in AA.VV., *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milano, 2012, edizione V, pp. 302 ss.
- STELLA RICHTER JR. M., *Novo e novissimo regime dell'acquisto delle proprie azioni*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Bari, 2011, vol. I, pp. 807 ss.



- STELLA RICHTER JR. M., *Titoli di credito*, in AA. VV., *Manuale Breve. Diritto delle imprese*, Torino, 2012, 208 ss.
- STELLA RICHTER JR. M., *Tullio Ascarelli studente*, in *Rivista delle società*, 2009, pp. 1237 ss.
- STELLA RICHTER M., *Di alcune implicazioni sistematiche della introduzione di una nuova disciplina per le società a responsabilità limitata*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, Milano, 2005, volume III, tomo III, pp. 3925 ss.
- STEMLER A. R., *The JOBS Act and crowdfunding: Harnessing the power – and the money – of the masses*, in *Business Horizons*, 2013, 56, pp. 271 ss., disponibile all'indirizzo SSRN <http://ssrn.com/abstract=2463488>.
- STORCK M., *Les nouveaux statuts français de conseillers en investissement participatif et d'intermédiaires en financement participatif*, in *Revue Le Lamy Droit des Affaires*, 2015, pp. 106 ss.
- STUCKI D., *Financer une entreprise par le crowdfunding, les nouvelles règles du crowdfunding*, Paris, 2017.
- SUPINO I., *Individuazione di «fonti alternative di finanziamento» per le PMI nelle previsioni della Capital Market Union*, in *Contratto e impresa*, 2016, pp. 933 ss.
- SUROWIECKI J., *The Wisdom of Crowds: Why the Many Are Smarter Than the Few and How Collective Wisdom Shapes Business, Economies, Societies and Nations*, New York, 2004.
- TABELLINI M., *La clausola parasociale della roulette russa al vaglio della giurisprudenza*, in *Giurisprudenza italiana*, 2018, pp. 1141 ss.
- TALBOT L., *Progressive Corporate Governance for the 21st Century* Oxon, Routledge, 2013.
- TASSINARI F., *La costituzione della nuova società a responsabilità limitata*, in *La riforma del diritto societario, Quaderni del Consiglio Superiore della Magistratura*, Roma 27 – 30 gennaio 2003; 24 – 27 gennaio 2003; 6 – 8 febbraio 2003; 17 – 19 febbraio 2003, pp. 144 ss., disponibile all'indirizzo <https://www.csm.it/documents/21768/81517/quaderno+139/fbb86c76-75a7-43e5-87fd-2792743ff5e4>
- TASSINARI F., *La partecipazione sociale di società a responsabilità limitata e le sue vicende: prime considerazioni*, in *Rivista del notariato*, 2003, 6, pp. 1405 ss.
- TEDESCHI C., *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, in *Le Società*, 2015, 10, pp. 1073 ss.



- TEUBNER G., *Il Trilemma regolativo. A proposito della polemica sui modelli giuridici post – strumentali*, in *Politica del diritto*, 1987, 1, pp. 85 ss.
- TEUBNER G., *Juridification – Concepts, aspects, Limits, Solutions*, in *Juridification of Social Spheres: A comparative Analysis in the Areas of Labor, Corporate, Antitrust and Social Welfare Law*, a cura di Teubner G., Berlin, 1987.
- THÜSING G. e FORST G., *Whistleblowing – A Comparative Study*, Berlino, 2016.
- TOMBARI U., “Maggiorazione del dividendo” e “maggiorazione del voto”: verso uno “statuto normativo” per ‘investitore di medio-lungo termine?, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2016, pp. 703 ss.
- TOMBARI U., *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di Tombari U., Torino, 2016, pp. 25 ss.
- TORINO R., *La commercializzazione via internet di servizi di investimento e strumenti finanziari e il trading on line*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli E. e Lener R., Torino, 2011, edizione II, pp. 626 ss.
- TORRE V., *La “privatizzazione” delle fonti di diritto penale, un’analisi comparata dei modelli di responsabilità penale nell’esercizio dell’attività d’impresa*, Bologna, 2013.
- TORRE V., *Legalità e mercato: un ossimoro?*, Relazione al Convegno “Economia sociale di mercato e sistema penale. Antagonismi ed intersezioni”, Urbino, 18 settembre 2015.
- TRIVIGNO M. G., *Non spetta il diritto di tag along per il trasferimento della sola nuda proprietà delle azioni*, in *Notariato*, 2018, pp. 415 ss.
- TROIANO L. e VANETTI C. B., *Azionariato ai dipendenti e «stock options»: le soluzioni offerte dal diritto delle società*, in *Le Società*, 2000, pp. 819 ss.
- TROIANO V., *Sub. Art. 11 t.u.b.*, in *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da Capriglione F., Milano, 2018, edizione IV, I, pp. 132 ss.
- TROISE G., *Come finanziare le PMI*, Milano, 2014.
- TROISI A., *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contratto e impresa*, 2014, 2, pp. 519 ss.
- TUCCI A., “Servizio” e “contratto” nel rapporto fra intermediario e cliente, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli E. e Lener R., Milano, 2011, ed. II, 181 ss.

- TUCCI A., *L'offerta fuori sede nella stagione del nichilismo giuridico*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2014, pp. 524 ss.
- TUCCI A., *Parità di trattamento e parità di opportunità nelle offerte concorrenti*, in *Corriere giuridico*, 2017, pp. 1119 ss., in nota a T.A.R. Lazio, Sezione II quater, 10 gennaio, 2017, n. 338.
- VAUGHN R. G., *Whistleblowing Law*, Northampton, 2015.
- VENTORUZZO M., *Natura giuridica e disciplina del rapporto tra società di gestione di mercati regolamentati e intermediari ammessi all'attività di negoziazione: considerazioni a margine di un caso di "cancellazione" di contratti conclusi tra operatori*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2005, pp. 710 ss.
- VENTORUZZO M., *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2015, 3, pp. 512 ss.
- VIGLIONE R., *Circolazione di prodotti finanziari privi di prospetto: nuove forme di tutela del risparmio*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2008, pp. 1 ss.
- VISENTINI G., *Appunti sulle nuove regole per il finanziamento delle P.M.I. e start up innovative*, in *Regole e mercato*, a cura di Rispoli Farina M., Sciarrone Alibrandi A. e Tonelli E., Torino, 2017, tomo II, pp. 274 ss.
- VISENTINI G., *Riflessioni sulla "Riforma del diritto societario"*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2018, 5 ss.
- VISMARA S., BENAROIO D. e CARNE F., *Gender in Entrepreneurial Finance: Matching Investors and Entrepreneurs in Equity Crowdfunding (August 31, 2016)*. Forthcoming in Albert Link, eds., "Gender and Entrepreneurial Activity", Cheltenham, UK: Edward Elgar, disponibile all'indirizzo SSRN <https://ssrn.com/abstract=2833946>.
- VISMARA S., *Equity Retention and Social Network Theory*, in *Equity Crowdfunding*, 1 settembre 2015, disponibile all'indirizzo SSRN <https://ssrn.com/abstract=2654325> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2654325>.
- VITALI M., *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Rivista delle società*, 2014, fascicolo n. 2/3, pp. 371 ss.
- VITALI M., *Finanza "ponte", finanza "in esecuzione" e "interinale" (ossia il puzzle della disciplina dei finanziamenti alle imprese in crisi): appunti*, in *Contratto e impresa*, 2015, 1, pp. 167 ss.
- VITERBO F. G., *Consulenza in materia di investimenti (servizio ed attività di)*, in *Digesto discipline privatistiche, sezione commerciale*, Torino, 2012.

- VITTORIA D., *I consorzi fidi come strumento di una politica di sostegno per le imprese minori*, in *Studi per Lorenzo Campagna*, Milano, 1982, pp. 621 ss.
- VITTORIA D., *I problemi giuridici dei consorzi fidi*, Napoli, 1981.
- VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*, Milano, 1912, edizione IV.
- VOSA, “*Legiferare con intelligenza*” fra contenuto e forma: le procedure di codificazione e rifusione nel diritto parlamentare europeo, in *Osservatoriosullefonti.it*, 2011, 3, disponibile all’indirizzo <https://www.osservatoriosullefonti.it/archivi/archivio-saggi/530-3-giuliano-vosa>.
- WARDROP R. e ZIEGLER T., *A case of regulatory Evolution: A Review of the UK Financial Conduct Authority's Approach to Crowdfunding*, 17 luglio 2016, disponibile all’indirizzo <https://www.crowdfundinsider.com/2016/07/88046-case-regulatory-evolution-review-uk-financial-conduct-authoritys-approach-crowdfunding/>.
- WEINSTEIN R. S., *Crowdfunding in the U.S. and Abroad: What to Expect When You’re Expecting*, in *Cornell International Law Journal*, 2013, pp. 428 ss., <http://scholarship.law.cornell.edu/cilj/vol46/iss2/6>.
- WHEELER S., *Corporations & Third Way*, Oxford, 2002.
- WILSON K. E. e TESTONI M., *Improving the role of equity crowdfunding in Europe’s Capital Markets*, in *Bruegel policy contribution*, 2014, 11, disponibile all’indirizzo [http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pc\\_2014\\_09\\_crowd .pdf](http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pc_2014_09_crowd.pdf).
- WOOLARD C., *The Financial Conduct Authority outlines how it will regulate crowdfunding*, ottobre 2013, disponibile all’indirizzo <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/financial-conduct-authority-outlines-how-it-will-regulate-crowdfunding>.
- YÜFERA RODRÌGUEZ A., *Foment del financament empresarial: el crowdfunding. Aspectes principals de la regulació del micromecenatge prevista a la Lei 5/2015, de 27 d’abril, de foment del finacament empresarial*, in *Mòn Jurídic*, 2016, 304, pp. 18 ss.
- ZAGREBELSKY G., *Il diritto mite. Legge, diritti e giustizia*, Torino, 1992.
- ZANARDO A., *I piani di stock option dall’esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione dell’ordinamento italiano*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2006, 5, pp. 738 ss.
- ZANARONE G., *Della società a responsabilità limitata*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da Schlesinger, e diretto da Busnelli, Milano, 2010, I.

ZANARONE G., *I bilancio d'esercizio della s.r.l. fra richiami e mancati richiami alla disciplina della s.p.a.*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di G. E. Colombo*, Torino, 2011, pp. 387 ss.

ZANARONE G., *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Rivista delle società*, 2003, fascicolo n. 1, pp. 58 ss.

ZANARONE G., *L'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo G. E. e Portale G. B., Torino, 1993, 3\*\*, pp. 187 ss.

ZANARONE G., *S.r.l. contro s.p.a. nella legislazione recente*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1995, I, pp. 391 ss.

ZHENG H., LI D., WU J. e XU Y., *The role of multidimensional social capital in crowdfunding: A comparative study in China and US*, in *Information and Management*, 51(4), 2014, pp. 488 ss.

ZITO M., *Doveri informativi nella prestazione dei servizi finanziari: l'intermediari non è responsabile per ciò che non era prevedibile*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2015, pp. 243 ss.

ZOPPINI A. e ROJAS ELGUETA G., *Sub art. 2469*, in *Commentario S.r.l.*, a cura di Dolmetta A. A. e Presti G., Milano, 2011, pp. 307 ss.

ZUNZUNEGUI F., *'Crowdfunding' sin ley de bienvenida*, in *El País*, 17 aprile 2015, disponibile all'indirizzo [http://economia.elpais.com/economia/2015/04/16/actualidad/1429195565\\_310699.html](http://economia.elpais.com/economia/2015/04/16/actualidad/1429195565_310699.html).

ZUNZUNEGUI F., *Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)*, in *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, 2015, 3, pp. 9 ss.

## DOCUMENTI

AMF, *Guide du financement participatif (crowdfunding) à destination des plateformes et des porteurs de projet*, disponibile all'indirizzo <http://lovepme.fr/presse/amf-guide-crowdfunding-investir-entreprises.pdf>.

ASSONIME, *Il finanziamento a medio lungo termine delle imprese in Italia*, 2015, 18, disponibile all'indirizzo [http://www.assonime.it/Allegati/Documents/259455/Il\\_finanziamento\\_a\\_medio\\_e\\_lungo\\_termine\\_delle\\_imprese\\_in\\_Italia.pdf](http://www.assonime.it/Allegati/Documents/259455/Il_finanziamento_a_medio_e_lungo_termine_delle_imprese_in_Italia.pdf).

ASSONIME, *L'impresa start-up innovativa*, *Circolare* n. 11/2013, in *Giurisprudenza commerciale*, 2013, p. 804.

ASSONIME, *La disciplina degli intermediari finanziari dopo i decreti legislativi 13 agosto 2010, n. 141 e 14 dicembre 2010, n. 218 (modifiche al Testo Unico Bancario)*”, Circolare n. 11/2011, in *Rivista delle società*, 2011, pp. 745 ss.

ASSONIME, *Le innovazioni sulla finanza d'impresa: cambiali finanziarie, obbligazioni subordinate e partecipative*, Circolare n. 39/2013, in *Rivista delle società*, 2014, fascicolo n. 1, pp. 243 ss.

BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari*, Circolare del 3 aprile 2015, n. 288, disponibile all'indirizzo [http://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c288/Circolare\\_288.pdf](http://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c288/Circolare_288.pdf).

BANCA D'ITALIA, *Raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, in G.U. 19 novembre 2016, n. 271, disponibile all'indirizzo <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/disposizioni/raccolta-risparmio-soggetti-diversi/index.html>.

BANK OF ENGLAND, *Peer-to-peer lending and financial innovation in the United kingdom*, *Staff Working Paper*, aprile 2016, 598.

BORSA ITALIANA, *ExtraMOT PRO, La risposta di Borsa Italiana alle esigenze di finding delle corporate italiane*, 2013, disponibile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/extramotpro/extramotpro.htm>.

CAMBRIDGE – CENTRE FOR ALTERNATIVE FINANCE, ENTRENCHING INNOVATION, *The 4th UK Alternative Finance Industry Report*, dicembre 2017, disponibile all'indirizzo [https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user\\_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2017-12-21-ccaf-entrenching-innov.pdf](https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2017-12-21-ccaf-entrenching-innov.pdf)

CAMERA DEI DEPUTATI, COMMISSIONE VI – FINANZE, *Resoconto stenografico, Indagine conoscitiva 19*, seduta di mercoledì 29 novembre 2017, 11, disponibile all'indirizzo [http://documenti.camera.it/leg17/resoconti/commissioni/stenografici/pdf/06/indag/c06\\_tecnologia/2017/11/29/leg.17.stencomm.data20171129.U1.com06.indag.c06\\_tecnologia.0019.pdf](http://documenti.camera.it/leg17/resoconti/commissioni/stenografici/pdf/06/indag/c06_tecnologia/2017/11/29/leg.17.stencomm.data20171129.U1.com06.indag.c06_tecnologia.0019.pdf).

CERVED, *Rapporto Cerved PMI 2017*, disponibile all'indirizzo [http://www.educational.rai.it/materiali/pdf\\_articoli/39231.pdf](http://www.educational.rai.it/materiali/pdf_articoli/39231.pdf).

COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO, *Autoregolamentazione e coregolamentazione nel quadro legislativo dell'UE*, disponibile in [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.C\\_.2015.291.01.0029.01.ITA](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_.2015.291.01.0029.01.ITA).

COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, *Comunicazione dalla Commissione, Carta Europea per le piccole imprese - relazione annuale di attuazione, 7 marzo 2001*, COM(2001) 122.

COMMISSIONE EUROPEA, *Assessing the potential for crowdfunding and other forms of alternative finance to support research and innovation Final Report*, 4 maggio 2017, 57, disponibile all'indirizzo <https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/3190dbeb-316e-11e7-9412-01aa75ed71a1>.

COMMISSIONE EUROPEA, *Commission proposal for a regulation on European crowdfunding services providers*, 8 marzo 2018, disponibile all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/publications/180308-proposal-crowdfunding\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/180308-proposal-crowdfunding_en).

COMMISSIONE EUROPEA, *Commissione staff working document, Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, 3 maggio 2016, disponibile all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/system/files/crowdfunding-report-03052016\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/system/files/crowdfunding-report-03052016_en.pdf).

COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento Europeo, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, "Pensare anzitutto in piccolo" (Think Small First) Uno "small Business Act" per l'Europa*, 30 settembre 2009, COM(2008) 394 definitivo/2.

COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Consiglio, al parlamento Europeo, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, Riesame dello "Small Business Act" per l'Europa*, 23 febbraio 2011, COM(2011) 78 definitivo, disponibile all'indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011DC0078&qid=1541928709916&from=EN>.

COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni – Piano d'Azione Imprenditorialità, Rilanciare lo spirito imprenditoriale in Europa*, 2013, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0795:FIN:it:PDF>.

COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell'Unione europea*, 27 marzo 2014, in part. 9, disponibile all'indirizzo [http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:3e0b89b3-b6eb-11e3-86f9-01aa75ed71a1.0021.01/DOC\\_1&format=PDF](http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:3e0b89b3-b6eb-11e3-86f9-01aa75ed71a1.0021.01/DOC_1&format=PDF).

COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato*

delle Regioni, “Legiferare con intelligenza - Rispondere alle esigenze delle piccole e medie imprese”, 7 marzo 2013, COM(2013) 122 final.

COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, Le nuove imprese leader dell'Europa: l'iniziativa Start-up e scale-up*, 22 novembre 2016, COM(2016) 733 final, p. 3, disponibile all'indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016DC0733&from=IT>.

COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione Europea 2020, Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva*, 3 marzo 2010, disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:2020:FIN:EN:PDF>.

COMMISSIONE EUROPEA, *Consultation Document, Crowdfunding in tech EU - Exploring the added value of potential Eu action*, 2013, disponibile all'indirizzo [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf).

COMMISSIONE EUROPEA, *Consultation Document, FinTech: a more competitive and innovative European financial sector*, 23 marzo 2017, disponibile all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-fintech-consultation-document\\_en\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-fintech-consultation-document_en_0.pdf).

COMMISSIONE EUROPEA, *Crowdfunding: Mapping EU markets and events study, realizzato da Crowdsurfer in collaborazione con Ernst & Young*, pubblicato in data 4 novembre 2015, disponibile all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/publications/crowdfunding-mapping-eu-markets-and-events-study\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/crowdfunding-mapping-eu-markets-and-events-study_en).

COMMISSIONE EUROPEA, *European Fund of Strategic Investments*, disponibile all'indirizzo [https://ec.europa.eu/growth/industry/innovation/funding/efsi\\_it](https://ec.europa.eu/growth/industry/innovation/funding/efsi_it).

COMMISSIONE EUROPEA, *Fintech: la Commissione interviene per rendere più competitivo e innovativo il mercato finanziario*, notizie, 8 marzo 2018, disponibile all'indirizzo [https://ec.europa.eu/italy/news/20180308\\_Ce\\_rende\\_mercato\\_finanziario\\_piu\\_competitivo\\_con\\_fintech\\_it](https://ec.europa.eu/italy/news/20180308_Ce_rende_mercato_finanziario_piu_competitivo_con_fintech_it).

COMMISSIONE EUROPEA, *Green Paper – Long-Term Financing of the European Economy*, 2013, 16 ss., disponibile all'indirizzo [http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9df9914f-6c89-48da-9c53-d9d6be7099fb.0009.03/DOC\\_1&format=PDF](http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9df9914f-6c89-48da-9c53-d9d6be7099fb.0009.03/DOC_1&format=PDF).

COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde – Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, 28 febbraio 2015, disponibile all'indirizzo [http://eur-lex.europa.eu/press\\_corner/infocus/2015/02/20150226\\_en](http://eur-lex.europa.eu/press_corner/infocus/2015/02/20150226_en).



[lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=EN](http://lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=EN).

COMMISSIONE EUROPEA, *Mid-term review of the capital markets union action plan*, disponibile all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/publications/mid-term-review-capital-markets-union-action-plan\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/mid-term-review-capital-markets-union-action-plan_en).

COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'Azione FinTech, FinTech action plan: For a more competitive and innovative European financial sector*, disponibile all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-fintech\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-fintech_en).

COMMISSIONE EUROPEA, *Public Consultation under the Start-up Initiative*, 31 marzo 2016, disponibile all'indirizzo [http://ec.europa.eu/growth/content/public-consultation-under-start-initiative-0\\_it](http://ec.europa.eu/growth/content/public-consultation-under-start-initiative-0_it).

COMMISSIONE EUROPEA, *Raccomandazione della Commissione del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese, 2003/361/CE*, disponibile all'indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32003H0361>.

COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, Attuazione dello strumento europeo Progress di microfinanza*, 20 ottobre 2014, COM(2014) 639 final, disponibile all'indirizzo <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?langId=it&catId=836#navItem-2>, ivi per ulteriori informazioni.

COMMISSIONE EUROPEA, *Report, Identifying market and regulatory obstacles to crossborder development of crowdfunding in the EU*, nel dicembre 2017, disponibile all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/publications/171216-crowdfunding-regulatory-obstacles-crossborder-development\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/171216-crowdfunding-regulatory-obstacles-crossborder-development_en).

COMMISSIONE EUROPEA, *Unione dei mercati dei capitali: favorire l'accesso delle piccole e medie imprese al finanziamento tramite i mercati di capitali*, Comunicato stampa, Bruxelles, 24 maggio 2018, disponibile all'indirizzo [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-18-3727\\_it.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-3727_it.htm).

COMMISSIONE EUROPEA, *Uno «Small Business Act» per le pmi europee, Comunicazione della Commissione europea «Una corsia preferenziale per la piccola impresa». Alla ricerca di un nuovo quadro fondamentale per la piccola impresa (uno «Small Business Act» per l'Europa)*, COM(2008) 394 def., disponibile all'indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=LEGISSUM%3Aet0001>.

COMPINNOV, *Financement Participatif France*, in Statista, 2017.



CONSIGLIO EUROPEO, *Conclusioni 27 – 28 giugno 2013*, disponibile all'indirizzo <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-104-2013-REV-2/it/pdf>.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 145, Riserva negativa azioni proprie: indisponibilità delle riserve disponibili utilizzate per l'acquisto (artt. 2357 -ter, 2424 e 2424 -bis c.c.)*, disponibile all'indirizzo <https://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/145.aspx>.

CONSOB, “*Comunicazione riguardante lo svolgimento da parte di banche ed imprese di investimento dell'attività di gestione di portali on line per la raccolta di capitali per le start up innovative*”, Comunicazione 1 agosto 2013, n. 0066128, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/c0066128.pdf/92117ff1-7806-4f9a-bb2a-ac8c6c3c77d3>.

CONSOB, *Comunicazione del 13 febbraio 2014, n. 11720*, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/c0011720.pdf/3684993a-0049-4821-966c-9d6e07ee9b96>.

CONSOB, *Comunicazione del 21 aprile 2000 n. DI/30396*, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/30396.pdf/0015ff03-1aeb-4220-af22-9635feb4eade>

CONSOB, *Comunicazione del 25 ottobre 2012 n. DIN/12084516*,, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/c12084516.pdf/9315a303-5175-4a28-b0b5-c2a53f9685e7>.

CONSOB, *Comunicazione del 4 maggio 2016, n. 0040628*, oggetto: “*Engineering Ingegneria Informatica S.p.a. – Offerta pubblica di acquisto obbligatoria ai sensi degli articoli 102, 106, comma 1 e 109, del d. lgs. n. 58/1998 – Quesito concernente la determinazione del prezzo corrispettivo da offrire ai sensi degli articoli 106, commi 2 e 3, lett. d), nn. 1 e 2, del d. lgs. n. 58/98*”, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/c0040628.pdf/fb80ed20-7b14-4717-bb7b-913885616358>.

CONSOB, *Comunicazione n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997*, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/97006042.pdf/2c920a72-fd0c-44a4-81f1-8c17a1ef7a2c>.

CONSOB, *Comunicazione n. DIN/1049452 del 21 giugno 2001*, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/c1049452.pdf/163535f4-5845-407e-9981-7cbde65a64aa>.

CONSOB, *Comunicazione n. DIN/1079230 del 19 ottobre 2001*, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/c1079230.pdf/095d19bd-03e6-4216-9b26-d6519e1cc0c5>.

CONSOB, *Documenti di consultazione 23 febbraio 2007, Disciplina attuativa dell'articolo 114 -bis del t.u.f. introdotto dalla legge n. 262/2005 su informazione al mercato in materia di attribuzione di piani di compensi basati su strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori*, disponibile all'indirizzo [http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni/documenti/Regolamentazione/lavori\\_preparatori/consultazione\\_emittenti\\_20070223\\_2.htm](http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_emittenti_20070223_2.htm).

CONSOB, *Documento "Esiti della consultazione"*, 25 febbraio 2016, disponibile all'indirizzo [http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni\\_concluse](http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_concluse).

CONSOB, *Documento di consultazione – Revisione del Regolamento n. 18592/2013 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*, pubblicato il 6 giugno 2017, disponibile all'indirizzo [http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni\\_concluse](http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_concluse).

CONSOB, *Equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi, Position papers*, 2016, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/11973/219974/pp6.pdf/21a0f4f2-f541-44bd-8fa0-6f7c601447a3>.

CONSOB, *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità*, Atti del Convegno Consob – Luiss, Roma 4 giugno 2010, Quaderni di finanza, maggio 2011, n. 68, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/11973/204072/qdf68.pdf/6c9c33e1-b017-49bb-91c3-14ce21fc5abf>.

CONSOB, *Le sfide dell'educazione finanziaria. La rilevazione di conoscenze e bisogni formativi, l'individuazione dei destinatari delle iniziative, la definizione di una comunicazione efficace*, LINCiano N. e SOCCORSO P., a cura di, *Quaderni di educazione finanziaria*, ottobre 2017 – aggiornato a febbraio 2018, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/qdf84.pdf/0fc879e9-7421-44fc-826e-4719555bb82a>.

CONSOB, *Modifiche al "Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line"*, adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013", Delibera del 24 febbraio 2016, n. 19520, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/46180/46181/d19520.pdf/33819fc1-4338-450e-b055-183f089111cc>.

CONSOB, *Modifiche al regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche e integrazioni (regolamento emittenti) relative alla soglia di esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto per l'offerta pubblica di titoli in attuazione del Regolamento (UE) 2017/1129 (Regolamento Prospetto)*, delibera del 9 novembre 2018, n. 20686, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino2018/d20686.htm>.

CONSOB, *Promozione e collocamento a distanza mediante Internet, Comunicazione del 7 luglio 1999, n. DI/99052838*, disponibile all'indirizzo [http://www.newlaw.it/Documentazione\\_trading/Com%20DI-99052838.html](http://www.newlaw.it/Documentazione_trading/Com%20DI-99052838.html).

CONSOB, *Relazione sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione (AIR) e sugli esiti della procedura di consultazione*, 2013, <http://www.consob.it>

CONSOB, *Relazione sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione (AIR) e sugli esiti della procedura di consultazione*, 2013, 3, disponibile all'indirizzo [http://www.governo.it/sites/governo.it/files/air\\_telematico.pdf](http://www.governo.it/sites/governo.it/files/air_telematico.pdf).

CONSOB, *Revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*, Documento per la consultazione, 6 luglio 2017, disponibile all'indirizzo [http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni\\_concluse](http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_concluse).

ESMA, *Advice on investment based crowdfunding*, 2014/1560, disponibile all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/search/site/crowdfunding>.

ESMA, *Esma response to the Commission Consultation paper on FinTech: a more competitive and innovative financial sector*, 7 giugno 2017, disponibile all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/search/site/crowdfunding>.

ESMA, *Guidelines on complex debt instruments and structured deposits*, 2015, disponibile all'indirizzo [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1787\\_-\\_guidelines\\_on\\_complex\\_debt\\_instruments\\_and\\_structured\\_deposits.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1787_-_guidelines_on_complex_debt_instruments_and_structured_deposits.pdf).

ESMA, *Investment-based crowdfunding. Insights from regulators in the EU*, 13 maggio 2015, disponibile all'indirizzo [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-856\\_ann\\_1\\_esma\\_response\\_to\\_ec\\_green\\_paper\\_on\\_cmu\\_-\\_crowdfunding\\_survey.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-856_ann_1_esma_response_to_ec_green_paper_on_cmu_-_crowdfunding_survey.pdf)

ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva Mifid*, 25 giugno 2012, disponibile all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/document/orientamenti-su-alcuni-aspetti-dei-requisiti-di-adequatezza-della-direttiva-mifid>.

EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK (*in association with Osborne Clarke*), *Regulation of Crowdfunding in Germany, the UK, Spain and Italy and the*

- Impact of the European Single Market*, 2013, disponibile all'indirizzo [http://www.osborneclarke.com/media/filer\\_public/51/b3/51b3007b-73aa-4b9a-a19d-380fc1d6ff35/regulation\\_of\\_crowdfunding\\_ecn\\_oc.pdf](http://www.osborneclarke.com/media/filer_public/51/b3/51b3007b-73aa-4b9a-a19d-380fc1d6ff35/regulation_of_crowdfunding_ecn_oc.pdf).
- FCA, *A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media*, febbraio 2015, disponibile all'indirizzo <https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf>.
- FCA, *Call for input to the post-implementation review of the FCA's crowdfunding rules*, luglio 2016, disponibile all'indirizzo <https://www.fca.org.uk/publication/call-for-input/call-input-crowdfunding-rules.pdf>.
- FCA, *Call for input to the post-implementation review of the FCA's crowdfunding rules*, luglio 2016, disponibile all'indirizzo <https://www.fca.org.uk/publication/call-for-input/call-input-crowdfunding-rules.pdf>.
- FCA, *Consultation Paper, The FCA's regulatory approach to crowdfunding (and similar activities)* (CP13/3\*\*), disponibile all'indirizzo <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp13-13.pdf>.
- FCA, *Crowdfunding – Find out how crowdfunding works, some of the benefits and risks, and our view of this type of investment opportunity*, febbraio 2018, disponibile all'indirizzo <https://www.fca.org.uk/consumers/crowdfunding>.
- FCA, *Detailed proposals for the FCA regime for consumer credit*, CP13/10, ottobre 2013, disponibile all'indirizzo [www.fca.org.uk/static/documents/consultationpapers/cp13-10.pdf](http://www.fca.org.uk/static/documents/consultationpapers/cp13-10.pdf).
- FCA, *FCA Handbook changes regarding the segregation of client money on loan-based crowdfunding platforms, the Innovative Finance ISA, and regulated activity of advising on peer-to-peer agreements – Including feedback to CP16/4 and CP16/5, and final rules*, (PS16/8), marzo 2016, disponibile all'indirizzo <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps16-08.pdf>.
- FCA, *Handbook changes to reflect the introduction of the Innovative Finance ISA and the regulated activity of advising on peer-to-peer agreements Including feedback to DP15/6*, (CP16/5\*\*), disponibile all'indirizzo <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp16-05.pdf>.
- FCA, *High-level proposals for an FCA regime for consumer credit*, CP13/7, marzo 2013, disponibile all'indirizzo [www.fsa.gov.uk/static/pubs/cp/cp13-07.pdf](http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/cp/cp13-07.pdf).
- FCA, *Loan-based crowdfunding platforms and segregation of client money*, (CP16/4\*), disponibile all'indirizzo <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp16-04.pdf>.

GIORDANO L. e MODENA M., *Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane*, Discussion papers, Consob, 7 settembre 2017, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/11973/219968/dp7.pdf/fe76dbcd-baac-4bc4-a4d7-357b71d0ba3f>.

LINCIANO N. e SOCCORSO P., *La rilevanza della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, Discussion papers, Consob, 4 luglio 2012, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/11973/0/dp-4/8e970185-6785-45e5-8398-7dafafb70531>.

MISE, *La policy nazionale a sostegno delle startup innovative*, Scheda di sintesi, aggiornata al febbraio 2017, disponibile all'indirizzo <http://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/impresa/competitivita-e-nuove-imprese/start-up-innovative>.

MISE, Small Business Act. *Le iniziative a sostegno delle micro, piccole e medie imprese adottate in Italia nel secondo semestre 2015 e nel primo semestre 2016*, Rapporto 2016, disponibile all'indirizzo <https://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/198-notizie-stampa/2035809-small-business-act-online-il-7-rapporto-di-monitoraggio-delle-misure-a-favore-delle-pmi>.

OBAMA B., *Remarks by the President at JOBS Act Bill Signing*, 5 aprile 2012, disponibile all'indirizzo <https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/2012/04/05/remarks-president-jobs-act-bill-signing>.

PARLAMENTO EUROPEO, *Interrogazione con richiesta di risposta orale alla Commissione sulla definizione di PMI*, O-000050/2018.

PARLAMENTO EUROPEO, *Progetto di proposta di risoluzione sulla definizione di PMI*, 26 febbraio 2018, 2018/2545(RSP), documento disponibile all'indirizzo [http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2014\\_2019/plmrep/COMMITTEES/ITRE/RE/2018/03-21/1144252IT.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2014_2019/plmrep/COMMITTEES/ITRE/RE/2018/03-21/1144252IT.pdf).

PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione del Parlamento Europeo del 4 luglio 2018 sulla definizione di PMI*, (2018/2545(RSP)).

PARLAMENTO EUROPEO, *Unione dell'innovazione: trasformare l'Europa per un mondo post-crisi*, Risoluzione del Parlamento europeo del 12 maggio 2011 sull'Unione dell'innovazione: trasformare l'Europa per un mondo post-crisi, (2010/2245(INI)).

POLITECNICO DI MILANO, *Osservatorio Mini-Bond*, 4° Report italiano sui Mini-Bond, 2018, disponibile all'indirizzo <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/portal/minibond/eventi/news-display?id=87&article=Presentato%20il%204%C2%B0%20Report%20italiano%20sui%20Mini-Bond%0A>

PS14/3, *Detailed rules for the FCA regime for consumer credit*, febbraio 2014, disponibile all'indirizzo [www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-03.pdf](http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-03.pdf).

REGOLAMENTO (UE) 2017/1129 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 14 giugno 2017, *Relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE*, disponibile all'indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R1129&from=EN>.

SEC, *Final Rule*, disponibile all'indirizzo <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>.

SEC, *Investor Alerts and Bulletins. Updated Investor Bulletin: Crowdfunding for investors*, 10 maggio 2017, disponibile all'indirizzo [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib\\_crowdfunding-.html](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_crowdfunding-.html).

SEC, *Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers*, disponibile all'indirizzo <https://www.sec.gov/info/smallbus/sec/rccomplianceguide-051316.htm>.

SEC, *Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers*, disponibile all'indirizzo <https://www.sec.gov/info/smallbus/sec/rccomplianceguide-051316.htm>.

SEC, *SEC Adopts Rules to Permit Crowdfunding. Proposes Amendments to Existing Rules to Facilitate Intrastate and Regional Securities Offerings*, 2015-249, disponibile all'indirizzo <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-249.html>.