

### La folla e l'impresa: prime riflessioni sul *crowdfunding*

SOMMARIO: 1. Il *crowdfunding* ed un legislatore “sordo” e “strabico”. – 2. Una problematica introduzione alle varie specie di *crowdfunding* e qualche cenno comparatistico. – 3. Alcune considerazioni economiche (...e non solo). – 4. Soggetti e oggetti della regolamentazione italiana: ossia quando i fini non incontrano i mezzi. – 5. Postilla sull'importanza del silenzio e su ciò che sarebbe stato meglio non tacere.

#### 1. Il *crowdfunding* ed un legislatore “sordo” e “strabico”...

La recente introduzione nel nostro ordinamento<sup>1</sup> della possibilità di costituire dei portali per la raccolta del capitale di rischio da destinare a specifiche varianti di forme societarie (*start-up* innovative) che il legislatore proclama spiccatamente votate all'innovazione tecnologica sembra essere solo una prima incompleta, macchinosa ed inadeguata traduzione normativa di un fenomeno economico che, seppur giovane, ha già assunto una notevole importanza ed ha dato prova di molteplici potenzialità applicative: il *crowdfunding* (letteralmente: “finanziamento della folla”).

Contrariamente a quanto è stato rilevato a prima lettura<sup>2</sup>, invero, la disciplina italiana è ben lungi non solo dall'abbracciare l'intero spettro delle modalità realizzative del *crowdfunding*, ma lascia altresì sorgere numerose e gravi perplessità sulla bontà delle scelte normative effettuate.

---

<sup>1</sup> L'articolato corpo regolamentare scaturisce da un decreto legge, come ormai sempre più spesso accade nella legislazione economica più recente: si tratta del d.l. 179/2012, e, in particolare, dei suoi artt. 26, quinto comma, e 30. Mentre il primo consente che “le quote di partecipazione in *start-up* innovative 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”, il secondo opera una serie di modifiche al t.u.f., conferisce una delega alla CONSOB per l'attuazione della normativa primaria così introdotta (delega attuata con il regolamento 18592 del 26 giugno 2013, di seguito: reg. equity c.f.) e stabilisce, infine, un privilegio in relazione all'accesso alla garanzia del Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese (la cui disciplina operativa è peraltro demandata ad un decreto interministeriale, poi adottato il 26 aprile 2013 ad opera del Ministero dello Sviluppo Economico e del Ministero dell'Economia e delle Finanze, e pubblicato in G.U. il 25 giugno 2013). Sulla correttezza della tecnica normativa che al ricorso al decreto-legge coniuga le rilevanti deleghe attuative appena elencate si potrebbe sollevare più di un dubbio, almeno sotto il profilo dell'urgenza dell'intervento; non consta peraltro che tale profilo sia stato rilevato da nessuno degli autori che si è occupato del tema.

<sup>2</sup> Da parte di A. BOLLETTINARI, *Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recente legislazione*, in *NDS*, 2013, n. 2, p. 9, il quale afferma nell'esordio della sua analisi che “il fenomeno del *crowdfunding* è stato regolamentato in Italia dalla legge n. 221 del 17 dicembre 2012”. Una prospettiva ancor più limitata è tradita nel rapporto “Restart, Italia!” redatto nel 2012 dalla *task force* sulle *startup* istituita dal Ministero dello Sviluppo Economico: “Per quanto riguarda l'Italia, la nostra normativa attualmente non contempla, in maniera chiara, la possibilità di fare ricorso al *crowdfunding*. Per far sì che questo strumento sia disponibile anche da noi, è importante prevedere una procedura di autorizzazione snella e semplice, basata però su chiare garanzie offerte da parte di chi voglia aprire queste piattaforme online dedicate alla *raccolta di capitale*, creando meccanismi di trasparenza e informazione per rendere chiaro ai cittadini che – come in ogni *investimento* – corrono sempre il rischio di perdere il capitale investito” (p. 78, corsivi aggiunti).

Più condivisibilmente, sulla settorialità ed incompletezza della regolamentazione italiana, v. E. GIRINO, *Le regole del crowdfunding*, in *Amm. e fin.*, 2014, p. 76 s..

Pare infatti che il legislatore italiano, il quale ha regolato solo una fattispecie - quella della partecipazione al capitale - senza però nulla dire sulle altre possibili esplicazioni, sia afflitto da uno serio processo di degradazione "sensoriale"; di seguito si cercherà di dimostrare che, oltre a recepire "ad orecchio" tendenze normative straniere<sup>3</sup>, sul piano "visivo" scambia manifestazioni economiche rilevanti e degne della sua attenzione con altre, di minore momento.

Nei successivi paragrafi, quindi, ci si propone di fornire un sintetico inquadramento giuridico-economico *crowdfunding* e delle sue multiformi esplicazioni operative, quindi si procederà ad evidenziare alcune delle principali falle della normativa italiana ed infine si segnalerà taluni aspetti lasciati in ombra dalla recente novella e probabilmente bisognosi di attenzione normativa.

## 2. Una problematica introduzione alle varie specie di *crowdfunding* e qualche cenno comparatistico.

Definendo in maniera preliminare e sommaria il *crowdfunding*<sup>4</sup> sulla scorta dell'evidenza empirica come quella particolare modalità di reperimento attraverso una piattaforma informatica (e senza l'ausilio dei consueti intermediari) di piccoli contributi presso una moltitudine di potenziali sostenitori<sup>5</sup> in vista della realizzazione di una certa iniziativa, si possono immediatamente mettere a fuoco alcune delle caratteristiche fondanti dell'oggetto di queste riflessioni, e specialmente, per quanto ora interessa, la duttilità del *crowdfunding* rispetto ai campi d'applicazione più vari e compositi (artistico, culturale, scientifico, giornalistico, politico, altruistico, imprenditoriale...), oltre che la centralità del mezzo informatico rispetto alle operazioni di raccolta.

Se a questo primo approccio ricognitivo del tema si combina, inoltre, l'identificazione delle finalità sottese, sia dal lato di chi fa appello, sia da quello di chi contribuisce, e dei modi in cui esse influenzano la realizzazione della raccolta, si può cominciare a discernere gli aspetti innovativi del *crowdfunding* rispetto ad altri canali di finanziamento e si possono illuminare i vari e talora anche fortemente eterogenei modelli che si celano sotto quest'unica etichetta.

A quest'ultimo riguardo, si può prendere a prestito il lessico anglosassone (non solo in virtù dell'origine del fenomeno, ma anche per non imprimere inavvertitamente connotati causali ancora da sondare), in base al quale attualmente si suole distinguere quattro principali varianti di *crowdfunding*: il *donation-based*

---

<sup>3</sup> Come è stato detto ad altro proposito da U. MATTEI, *La riforma del diritto societario italiano. Una nuova ricezione acustica?*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 615 ss..

<sup>4</sup> Le origini di questo strumento di rastrellamento di capitali nella sua configurazione attuale sono recentissime e non si rinvergono piattaforme anteriori al 2005 (v. A. SCHWIENBACHER, B. LARRALDE, *Crowdfunding of small entrepreneurial venues*, in *The Oxford handbook of entrepreneurial finance*, New York, 2012, p. 371). Sebbene la parola stessa tradisca le radici anglosassoni - ed in specie statunitensi - del fenomeno, si può affermare che in Italia esistevano (ed esistono ancora) alcune piattaforme coeve alle prime esperienze nordamericane, se non anche più risalenti (è il caso, ad esempio, di "Produzioni dal basso" - <http://www.produzionidalbasso.com/> -, operante specialmente nel settore discografico e cinematografico sin dal 2005).

<sup>5</sup> Qui e nel prosieguo si ricorrerà senza alcun intento qualificatorio ad una varietà di termini per identificare i soggetti che alimentano le iniziative promosse attraverso le piattaforme di *crowdfunding*, come anche le attribuzioni che essi effettuano. Ciò anche in considerazione del fatto che non sembra si stia affermando alcuna tendenza uniformante (cfr. E. GERBER, J. HUI, *Crowdfunding: motivations and deterrents for participation*, in corso di pubblicazione su *Transactions on Computer-Human Interaction*, 2013, p. 2, nt. 1, consultabile sul sito <http://egerber.mech.northwestern.edu.>, ove si riferisce che a seconda delle piattaforme, "People who pledge funds are referred to as «backers», «fuelers», or «funders»"). Anzi, ciascuna delle maggiori piattaforme esistenti ha coniato un proprio lessico, in funzione di strategie di marketing volte alla diversificazione della rispettiva offerta di servizi.

*crowdfunding*, il *reward-based crowdfunding*, *lending-based crowdfunding*, e, infine, l'*equity-based crowdfunding*<sup>6</sup> (senza contare la presenza di varie ibridazioni).

Volendo brevemente illustrare queste modalità nelle loro forme "pure", si può rilevare che nel *donation-based crowdfunding* a fronte delle somme versate non è prevista alcuna forma di remunerazione. Sebbene da ciò sia relativamente facile intuire che tale schema sia precipuamente impiegato per fini caritatevoli e filantropici (ed in questo senso non rappresenta altro che una nuova etichetta che sta soppiantando il

---

<sup>6</sup> La categorizzazione, tuttavia, non è esaustiva e nemmeno unanimemente condivisa tra i vari autori - giuristi ed aziendalisti - che hanno esercitato già con una certa intensità i loro sforzi qualificatori. Nella letteratura giuridica straniera si segnalano: T. KAPPEL, *Ex ante crowdfunding and the recording industry: a model for the U.S.?*, in *Loy. L.A. Entertainment L. Rev.*, 2009, Vol. 29, No. 3, p. 375 ss., ove è trattata l'allora incipiente applicazione del *crowdfunding* all'industria discografica, sia nella sua versione disinteressata (*patronage ex ante crowdfunding*), sia nella variante che prevede altresì la partecipazione ai profitti derivanti dalle vendite degli album (*patronage-plus ex ante crowdfunding*); E. BURKETT, *A crowdfunding exemption? Online investment crowdfunding and U.S. securities regulation*, in *Transactions Tenn. J. Bus. L.*, 2011, Vol. 13, No. 1, p. 66 ss., 71 ss.; A.A. SCHWARZ, *Crowdfunding securities*, in *Notre Dame L. Rev.*, 2012, Vol. 88, No. 3, p. 1459 s.; J.M. HEMINWAY, S.R. HOFFMAN, *Proceed at your peril: crowdfunding and the Securities Act of 1933*, in *Tenn. L. Rev.*, 2011, Vol. 78, No. 4, p. 881; C.S. BRADFORD, *Crowdfunding and the federal securities laws*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2012, Vol. 2012, No. 1, p. 10 ss., il quale si segnala per la sua analiticità. Mentre in Italia, v. A. BOLLETTINARI, (nt. 2), p. 17 ss.; E. FREGONARA, *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Milano, 2013, p. 92 ss.; M. PINTO, *L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal "Decreto Crescita"*, in *Soc.*, 2013, p. 819; V. MANZI, *Il fenomeno del crowdfunding e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di F. Capriglione, Milano, 2013, p. 394; P. ALVISI, *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, n. 3, p. 2 s., leggibile sul sito <http://www.dirittobancario.it>. Tra gli economisti e gli aziendalisti, cfr. B.J. RUBINTON, *Crowdfunding: disintermediated investment banking*, working paper, 2011, p. 2 s. (reperibile sul sito <http://mpr.ub.uni-muenchen.de>); A. SCHWIENBACHER, B. LARRALDE, (nt. 4), p. 370 s.; E. MOLLICK, *The dynamics of crowdfunding: an exploratory study*, in corso di pubblicazione su *J. Bus. Venturing*, 2014, p. 3 s. (del file scaricato dalla banca dati Elsevier).

Alle distinzioni prospettate e di seguito discusse nel testo se ne può aggiungere un'altra legata al fattore temporale, ossia quella tra *ex ante* ed *ex post crowdfunding* (su cui v. T. KAPPEL, *op. loc. ult. cit.*), in cui la raccolta dei fondi avviene, rispettivamente, prima o dopo che il prodotto o servizio da finanziare sia stato realizzato, o comunque pronto per essere erogato. Il secondo caso riveste minore interesse ai fini della presente disamina, in quanto il contributo versato può variamente essere inquadrato come elemento (corrispettivo, acconto...) di un rapporto sinallagmatico, la cui unica particolarità è quella di essere instaurato attraverso internet; ove sia applicabile il diritto italiano, la principale conseguenza di ciò sarà l'attrazione di tale rapporto nell'alveo delle regole poste dal codice del consumo (artt. 50 ss. d.lgs. 206/2005) e dal d.lgs. 70/2003, attuativo della direttiva 2000/31/CE relativa a taluni aspetti giuridici dei servizi della società dell'informazione nel mercato interno, con particolare riferimento al commercio elettronico. Quanto appena detto, infine, vale anche per la variante del *reward-based crowdfunding* che assume le forme sostanziali di una prevendita, su cui v. *infra*, nel testo.

Per completezza, si riporta che la IOSCO e l'ESMA all'interno di propri documenti ufficiali sull'argomento riconducono a due grandi macro-aree (*financial* e *non-financial*, o *community crowd-funding* e *financial return crowd-funding*) le varie forme di *crowdfunding* indicate, in funzione della presenza o dell'assenza di una remunerazione finanziaria per il contribuente: v. IOSCO, *Crowd-funding: an infant industry growing fast*, 2014, p. 9, reperibile sul sito <http://www.iosco.org>; ESMA, *Position paper on crowdfunding*, 2014, punto 11, leggibile sul sito <http://www.esma.europa.eu>.

lemma *fundraising*), non si può omettere di riferire che esso ha altresì avuto un'ingente applicazione anche ad attività imprenditoriali<sup>7</sup>.

Se in questa variante si possono agevolmente rinvenire sul piano giuridico gli elementi caratterizzanti del contratto di donazione, più ardua risulta la qualificazione della frammentaria realtà del *reward-based crowdfunding*, nel quale chi fa appello alle contribuzioni altrui promette l'attribuzione di una qualche forma di ricompensa o premio, spesso graduata in relazione all'ammontare dell'offerta. La ricompensa, in realtà, può alle volte essere anche di valore puramente simbolico e consistere solo in un messaggio di ringraziamento, una menzione pubblica o un incontro con i promotori dell'iniziativa: in tal caso non vi è margine per estrapolare queste attribuzioni dall'ambito della liberalità. La considerazione non cambia laddove il premio abbia un valore esiguo o comunque ampiamente sproporzionato rispetto all'entità dell'erogazione effettuata, potendosi tutt'al più riconoscere talvolta i lineamenti di una donazione modale (art. 793 c.c.). Se, però, il valore del contributo e quello della ricompensa si approssimano, diventa problematico sceverare "la matrice di corrispettivo dell'acquisto di beni o della fruizione di servizi - laddove è evidente la sinallagmaticità - da quella di elargizione soltanto occasionata dal conseguimento di alcunché di valore irrisorio o addirittura esclusivamente affettivo - ove è palese l'intento liberale"<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Secondo le rilevazioni presenti nel rapporto MASSOLUTION, 2013 CF - *The crowdfunding industry report*, 2013, p. 43 ss. (acquistabile sul sito <http://www.crowdsourcing.org>), le somme destinate ad iniziative imprenditoriali attraverso il *donation-based crowdfunding* nel 2012 rappresentano il 12,8% (125.350.000 \$) del totale (979.300.000 \$), superando così il totale delle somme raccolte mediante l'*equity-based crowdfunding* (111.700.000 \$). Si deve comunque avvertire che l'affidabilità di questi dati e la loro rilevanza in ambito giuridico devono essere considerate con grande cautela, se solo ci si sofferma a riflettere che, per un verso, all'etichetta "business" utilizzata nel rapporto non corrisponde necessariamente il nostro concetto di impresa e, per l'altro, che tra le iniziative finanziate se ne rinvenivano alcune che potrebbero qualificarsi come imprenditoriali (produzioni videoludiche, discografiche...), ma che sono differentemente identificate nel rapporto citato.

Anche per l'ESMA, (nt. 6), punti 17 e 18, l'*equity-based crowdfunding* presenta dimensioni ridotte: "We can make an educated guess about the absolute, as well as relative, size of investment crowdfunding in Europe in the range between 50 and 100 million euros in 2013. This represents a marginal figure (less than 0,3%) when compared to the overall IPO market in Europe (estimated at 26 billion euros in 2013, according to PriceWaterhouse)".

Ad ogni modo, sulla scorta di questi dati (e di altri più oltre riportati) che attestano una crescente affermazione del *donation-based crowdfunding*, sembrerebbe doveroso riconsiderare l'affermazione di G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, «crowdfunding» e mercati privati*, in A.G.E., 2013, n. 1, p. 215, a parere del quale i fondi raccolti tra il pubblico degli internauti sarebbero destinati alle "attività disparate [...] fino al finanziamento di progetti imprenditoriali con intenti di liberalità o più realisticamente di investimento del risparmio" (corsivo aggiunto). Incompleta pare, invece, l'informazione trasmessa da P. ALVISI, (nt. 6), p. 2, nel passaggio in cui sostiene che il *donation-based crowdfunding* è "finalizzato a finanziare iniziative senza scopo di lucro e rispetto al quale i soggetti che elargiscono il loro apporto finanziario [...] non hanno diritto ad alcun rimborso" (corsivo aggiunto). Sorprende, inoltre, l'affermazione di R. CARATTOZZOLO, *La disciplina italiana dell'equity crowdfunding: tra incentivazione degli emittenti e tutela degli investitori*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2013, I, p. 266, scaricabile dal sito <http://www.fondazioneicaprigione.luiss.it>, secondo il quale l'*equity-based crowdfunding* sarebbe "superiore rispetto [...] alle operazioni di mera liberalità, prive di specifica disciplina e poco rilevanti da un punto di vista economico" (corsivo aggiunto). Infine, sembra non tenere conto dei dati prima riportati e generalmente ridimensiona la portata del *crowdfunding* A. TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contr. impr.*, 2014, p. 519 ss..

<sup>8</sup> Nonostante sia stata scritta riguardo ad altra materia, anche nell'argomento di cui ci si occupa è parsa particolarmente calzante la frase di A. FUSARO, *Trasformazioni eterogenee, fusioni eterogenee ed altre interferenze della riforma del diritto societario sul «terzo settore»*, in *Cont. impr.*, 2004, p. 298.

All'evanescenza di questo confine si aggiunga, poi, che la locuzione *reward-based crowdfunding* è sovente usata anche in relazione a raccolte di fondi in cui è palese l'instaurarsi di un rapporto di scambio, o di un investimento finanziario. Nella prima ipotesi, si può parlare di una forma di prevendita, accompagnata o meno dalla formula *pay as you wish* (già sperimentata, ad esempio, nelle industrie videoludica, discografica e cinematografica e, più in generale, dello spettacolo) e, se del caso, agganciata a diverse e crescenti fasce di erogazioni prestabilite dal soggetto richiedente in relazione a vari benefici accessori<sup>9</sup>. Giuridicamente non sembra di poter rinvenire alcun aspetto sensibilmente innovativo in tale strumento, classificabile senza grandi difficoltà ed in massima parte tra i contratti aventi ad oggetto beni futuri; lo stesso vale sul piano economico, ove chi procede ad effettuare un preordine gioca un ruolo di mero consumatore senza dar vita ad un vero e proprio finanziamento.

Nella seconda varietà di *reward-based crowdfunding*, invece, è complesso individuare un riferimento univoco nel nostro ordinamento, e nel breve spazio di queste considerazioni ci si limita a suggerirne la contiguità con l'associazione in partecipazione. In effetti, si è già registrata qualche opinione che ha reclamato una qualificazione autonoma (*profit-sharing crowdfunding, royalty crowdfunding...*)<sup>10</sup> per questa peculiare sottospecie di *reward-based crowdfunding*, nella quale chi effettua un versamento matura successivamente ed in vari modi il diritto a partecipare agli utili derivanti dall'attività che ha patrocinato<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Non è necessariamente sempre vero quanto affermato da M. PINTO, (nt. 6), p. 819, secondo il quale molto spesso allo schema della prevendita si accompagna "uno sconto rispetto al prezzo praticato al (successivo) momento della commercializzazione", in quanto può anche verificarsi che in realtà il *quantum* corrisposto attraverso il *crowdfunding* superi il successivo prezzo al mercato. Per una disamina economica delle condizioni d'uso ottimali e delle distorsioni cui può dar luogo il ricorso al *pre-ordering*, v. P. BELLEFLAMME, T. LAMBERT, A. SCHWIENBACHER, *Crowdfunding: tapping the right crowd*, in corso di pubblicazione su *J. Bus. Venturing*, 2014, p. 2, 6 ss. (del file scaricato dalla banca dati Elsevier).

Nella letteratura italiana un'altra ricostruzione viziata del fenomeno cui si è accennato nel testo è offerta da P. ALVISI, (nt. 6), p. 3, secondo cui esso rappresenterebbe "un'evoluzione del *reward-based model* e in un certo senso transizione verso schemi partecipativi, particolarmente utilizzato da società di nuova costituzione, che prevede che al finanziatore sia accordato un trattamento di favore per usufruire dei servizi erogati dalla società o acquistare i suoi prodotti a condizione che l'iniziativa abbia successo, ed eventualmente il diritto a acquisire quote/azioni in un momento successivo". Oltre alle critiche già mosse nei confronti di Pinto, se ne possono aggiungere altre due: a) non sussiste alcun elemento a sostegno dell'affermazione che la prevendita derivi dal *reward-based crowdfunding* ed anzi si deve ricordare che svariati meccanismi di prevendita *online* esistevano già da diverso tempo prima che il *crowdfunding* prendesse piede; b) non consta che nel sistema basato sulla prevendita siano presenti anche opzioni che consentano acquisti di partecipazioni nelle società sollecitanti, ed in effetti la distanza tra la causa di vendita - presente in un caso - e quella societaria - presente nell'altro - non potrebbe essere maggiore.

<sup>10</sup> Per la prima definizione, v. P. BELLEFLAMME, T. LAMBERT, A. SCHWIENBACHER, (nt. 9), p. 2, 4 s. (ove anche per alcuni esempi concreti), nella quale, però, è altresì incluso l'*equity-based crowdfunding*, sebbene in conclusione gli autori evidenzino alcuni profili differenziali (p. 17). La seconda, invece, non è attestata in scritti scientifici noti, ma sembra prendere piede nella prassi e risulta particolarmente affermata nel settore discografico (ove non è altro che un'applicazione delle consuete modalità di remunerazione).

<sup>11</sup> Nella maggior parte delle piattaforme consultate che seguono questo modello operativo non è previsto un obbligo di restituzione della somma originariamente versata, il che - pare appena il caso di precisarlo - impedisce che si possa assimilare il contratto tra sostenitore e beneficiario ad un mutuo parziario (eventualmente di scopo). Per ulteriori considerazioni e riferimenti sulla differenza tra associazione in partecipazione e mutuo parziario, v. G. MIGNONE, *L'associazione in partecipazione*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, 2008, p. 78 ss.. Appaiono superate le considerazioni di M. GHIDINI, *L'associazione in partecipazione*, Milano, 1959, p. 6 ss., il quale assimilava il mutuo parziario ad un'associazione in partecipazione con esonero dell'associato dalle perdite. Non condivisibile sembra, invece, l'orientamento di M. DE ACUTIS, *L'associazione in partecipazio-*

Con il *lending-based crowdfunding* la raccolta dei fondi si realizza in generale *credendi causa*<sup>12</sup>, ma presenta almeno due significative sottospecie sul piano operativo<sup>13</sup>: nella prima, il gestore della piattaforma su internet effettua una mera attività di mediazione<sup>14</sup> tra le richieste di finanziamento e la platea dei potenziali mutuant, con la conseguenza che, una volta terminata con successo la fase di raccolta delle promesse di mutuo, i promittenti mutuant sono messi in contatto con l'aspirante mutuatario e versano direttamente a costui le somme che hanno scelto di concedere.

Più complessa appare l'attività svolta da altri gestori che pure si inscrivono in questa ramificazione del *crowdfunding*, dal momento che in essa sono intuibili i tratti dell'intermediazione bancaria: i fondi sono, infatti, raccolti presso il pubblico e poi ridistribuiti dal gestore della piattaforma tra i vari potenziali mutuatari ritenuti meritevoli, le cui richieste di mutuo siano compatibili con le proposte immesse nel sistema dai vari mutuant<sup>15</sup>. La conclusione non cambia considerando che su certe piattaforme è prevista la sola restituzione delle somme attribuite senza la corresponsione di interessi ai finanziatori. Nel panorama mondiale non mancano, poi, architetture anche più complesse, nelle quali si prevede a favore dei mutuant l'emissione di titoli qualificabili come "di debito" che incorporano le posizioni creditorie spettanti; ciò di solito avviene mediante specifiche società veicolo costituite volta per volta dal gestore della piattaforma secondo un meccanismo assimilabile alla cartolarizzazione.

Da ultimo, attraverso l'*equity-based crowdfunding*, si consente a coloro che lo vogliono di entrare a far parte di una compagine societaria effettuando i relativi conferimenti (in caso di un aumento di capitale a servizio) o acquistando delle partecipazioni già esistenti (ipotesi, quest'ultima, che però appare decisamente più rara nella prassi). Attraverso la piattaforma, a costoro è generalmente illustrato il genere di attività imprenditoriale che si intende intraprendere e vengono fornite altre informazioni rilevanti (societarie, patrimoniali, finanziarie...) che consentano di adottare una scelta d'investimento consapevole.

---

ne, Padova, 1999, p. 68 ss., 85 ss., 127 ss., 134 ss., il quale, ritenendo la partecipazione alle perdite un elemento soltanto naturale dell'associazione in partecipazione, fa di questo contratto l'archetipo dei negozi parziari, creando però così serie difficoltà di ordine sistematico.

<sup>12</sup> In proposito, si crede di dover segnalare il passaggio in cui E. FREGONARA, (nt. 6), p. 93, afferma con una certa leggerezza che con tale tipo di *crowdfunding* "si finanziano, senza interessi, i progetti di microimprenditori non solvibili, che non riescono ad accedere ai prestiti bancari". Tale descrizione necessita almeno di due correzioni, perché la gratuità dei mutui non è certamente caratteristica generale (o anche solo preponderante) delle piattaforme che si occupano di *lending-based crowdfunding*, ed in secondo luogo poiché le richieste di finanziamento provengono da qualsiasi soggetto e non solo da "microimprenditori", per giunta non solvibili. Il rilievo circa la natura non necessariamente imprenditoriale dei soggetti che ricorrono a questa (e ad altre) forme di *crowdfunding* si può estendere anche alle osservazioni di A. TROISI, (nt. 7), p. 520.

<sup>13</sup> Per un'illustrazione di altre varianti, v. IOSCO, (nt. 6), p. 16 ss. ed a p. 38, ove per una catalogazione di alcuni operatori in relazione alle caratteristiche della loro attività; V. MANZI, (nt. 6), p. 405 ss..

<sup>14</sup> Tale attività non è inquadrabile in quella descritta nell'art. 128-sexies, primo comma, t.u.b. (diversamente, tuttavia, si pronuncia V. MANZI, (nt. 6), p. 404, nt. 26). Tuttavia, qualora la piattaforma operi nell'ambito del credito al consumo, sarà forse riconducibile alla figura dell'"intermediario del credito" definito all'art. 121, primo comma, lett. h), t.u.b..

<sup>15</sup> In Italia si può riferire di una piattaforma che opera in maniera simile e che risulta iscritta nell'albo degli intermediari finanziari ex art. 106 t.u.b.: ciò è legato al fatto che tale società non effettua direttamente la raccolta del risparmio, poiché coloro che intendono erogare prestiti sono indirizzati ad una banca presso cui sarà aperto un conto deposito (secondo il modello denominato dalla IOSCO, (nt. 6), p. 17 s., "client segregated account model"). Non pare peraltro che nel nostro paese esista alcuna piattaforma appartenente alla *species* descritta nel testo, e ciò non sorprende particolarmente: nell'eventualità in cui si intendesse crearne una, dovrebbe presumibilmente richiedere l'autorizzazione all'attività bancaria alla Banca d'Italia e sottostare alla relativa vigilanza. Cfr. anche le perplessità accennate in E. GIRINO, (nt. 2), p. 75 s., testo e nt. 3.

Rispetto alle altre specie di *crowdfunding*, quest'ultima negli USA è stata oggetto di un massiccio dibattito giuridico e politico<sup>16</sup>, che ha preso le mosse da una considerazione la quale non è stata probabilmente stata oggetto di un accurato processo di revisione critica da parte del legislatore statunitense. Secondo i sostenitori della meritevolezza di una regolamentazione apposita dell'*equity-based crowdfunding*, essa si sarebbe resa indispensabile per poter sottrarre questa forma di procacciamento di capitali dall'obbligo di preventiva registrazione presso la SEC e da tutti i doveri informativi concomitanti e successivi: in quest'ottica i vincoli normativi (e gli oneri economici) legati alla realizzazione di un'IPO rappresenterebbero l'ostacolo principale al pieno sviluppo di questa forma di finanziamento. A ben vedere, ciò assume i contorni di un vero e proprio assioma, poiché tale proposizione lascia in ombra alcune fondamentali differenze tra questa forma di *crowdfunding* e le altre; inoltre, equiparandole indebitamente, desume dal successo delle altre (che si muovono al di fuori delle "pastoie" della normativa sui mercati finanziari<sup>17</sup>) la ragione dell'insuccesso di quella per cui si invoca un regime privilegiato. Non solo, è stato scarsamente preso in considerazione il profilo dell'incremento (potenzialmente repentino) della complessità della *governance* e dei costi transattivi ad essa legati<sup>18</sup> a cui si lega poi strettamente l'osservazione

<sup>16</sup> Si può anzi sostenere che l'*equity-based crowdfunding*, con poche eccezioni, ha di fatto monopolizzato gli studi di natura giuridica sinora pubblicati sul tema: J.M. HEMINWAY, S.R. HOFFMAN, (nt. 6), p. 879 ss., i quali però a più riprese ammettono l'eterogeneità delle fattispecie ricomprese nella capiente etichetta del *crowdfunding* (p. 881, nt. 4 e 5, p. 942 s., nt. 308, p. 951, p. 963 ss., ove per una tabella in cui si classificano vari operatori), senza tuttavia approfondirne lo studio; E. BURKETT, (nt. 6), p. 79 ss., dedica comunque alcuni cenni alle altre forme di *crowdfunding* (p. 71 ss.); A. PALMITER, *Pricing disclosure: crowdfunding's curious conundrum*, in *Oh. St. Ent. Bus. L. J.*, 2012, Vol. 7, No. 2, p. 373 ss.; C.S. BRADFORD, (nt. 6), p. 42 ss.; ID., *The new federal crowdfunding exemption: promise unfulfilled*, in *Sec. Reg. L. J.*, 2012, Vol. 40, No. 3, p. 1 ss.; S.R. COHN, *The new crowdfunding registration exemption: good idea, bad execution*, in *Fla. L. Rev.*, 2012, Vol. 64, No. 5, p. 1435 ss.; A.A. SCHWARZ, (nt. 6), p. 1460 ss.; T.L. HAZEN, *Crowdfunding or fraudfunding? Social networks and the securities laws – Why the specially tailored exemption must be conditioned on meaningful disclosure*, in *N.C. L. Rev.*, 2012, Vol. 90, No. 5, p. 1735 ss.; J.M. HEMINWAY, *Business lawyering in the crowdfunding era*, in *Am. U. Bus. L. Rev.*, 2014, Vol. 3, No. 1, p. 151 ss., in cui è dedicata particolare attenzione alla funzione consulenziale dell'avvocato nello svolgimento di operazioni di *crowdfunding*.

<sup>17</sup> Anche se bisogna ricordare che il *lending-based crowdfunding* si muove (volutamente) ai margini del non sempre netto perimetro dell'attività bancaria mimandone certe caratteristiche. Come già segnalato *supra*, alle nt. 14 e 15 (e testo corrispondente), talvolta potrebbero realizzarsi degli "sconfinamenti", con l'eventuale applicazione delle relative sanzioni per lo svolgimento abusivo di attività riservate. In Francia, alcune piattaforme di *crowdfunding* si sottraggono al *monopole bancaire* prevedendo che i mutui concessi sono erogati a titolo gratuito (cfr. artt. L.311-1, L.313-1 e L.511-5 *Code monétaire et financier* e AMF-ACP, *Guide du financement participatif (crowdfunding) a destination des plates-formes et des porteurs de projet*, 2013, p. 4, disponibile sul sito <http://www.acpr.banque-france.fr>, in cui si equiparano ai mutui gratuiti anche quelli cui sia associata l'attribuzione di "avantages en nature de faible valeur destiné à promouvoir le projet ou son intiateaire"); più spesso, però, in quel paese i gestori delle piattaforme operano come *conseiller en investissements financiers* o *intermédiaire en opérations de banque et en services de paiement* avendo ottenuto le relative autorizzazioni ed avvalendosi per la loro operatività di una banca presso cui sono raccolti i fondi e che provveda ad erogare il credito (tale linea di condotta è suggerita anche da AMF-ACP, *Guide*, cit., p. 5 s.).

<sup>18</sup> Un elenco di altri e più generali costi transattivi che si accompagnano a qualsiasi riforma normativa si può leggere in J.M. HEMINWAY, S.R. HOFFMAN, (nt. 6), p. 940 s., i quali peraltro suggeriscono una serie di possibili alternative *de lege ferenda* per minimizzarli (p. 941 ss., 955 ss.). Altri suggerimenti si possono rinvenire in T.L. HAZEN, (nt. 16), p. 1753 ss., il quale insiste particolarmente sul fatto che "a viable crowdfunding exemption should include not only disclosure of the «risks, obligations, benefits, [and] history» of the offering, but also meaningful disclosure of the nature of the business sufficient to enable investors to evaluate the merits of the securities being offered" (e si veda anche la trattazione dei profili concernenti i margini di possibile riduzione

in base alla quale il compimento di un'operazione di *equity-based crowdfunding* potrebbe precludere il successivo accesso al *venture capital*, proprio per la complicazione del quadro delle relazioni interne e la moltiplicazione degli interessi rilevanti<sup>19</sup>.

Comunque sia, anche concedendo astrattamente che all'*equity-based crowdfunding* si schiuderebbero alcuni ulteriori margini di sviluppo, non pare che la barriera regolamentare all'ingresso sia il vero handicap che ne blocca la crescita; meno ancora sembra che si possano legittimamente stabilire dei paragoni tra fenomeni tra loro affatto dissimili: proseguendo nel ricorso alla terminologia tipica del diritto della concorrenza, si è infatti convinti che le varie tipologie di *crowdfunding* non possano essere forzatamente aggregate e valutate come segmenti di un unico mercato rilevante. Difficilmente si può credere, infatti, che la grande (e crescente) mole di micro-erogatori liberali o di (pre)acquirenti nutra qualche interesse a conseguire delle partecipazioni societarie<sup>20</sup>.

Tuttavia la voce dei sostenitori dell'*equity-based crowdfunding* è stata tanto forte da giungere in maniera sorprendentemente rapida all'attenzione degli organi legislativi degli USA e ancor più sollecitamente le richieste presentate si sono trasformate in legge, il *JOBS Act*<sup>21</sup> del 5 aprile del 2012 e più specificamente nel suo *Title III (Crowdfunding Act)*, con cui sono state apportate varie modifiche al *Securities Act* del 1933 ed al *Securities Exchange Act* del 1934. In estrema sintesi, i contenuti della riforma si possono raccogliere

---

di obblighi informativi comunque esistenti in taluni regimi semplificati per la realizzazione di offerte pubbliche da parte di *small businesses* presi a modello da quest'A.: p. 1763 ss.).

<sup>19</sup> Sul punto, si legga l'accenno riportato da T.L. HAZEN, (nt. 16), p. 1754, nt. 108: "Catherine Mott, founder and CEO of BlueTree Capital Group and BlueTree Allied Angels, said equity may not be the right type of ownership for crowdfunding. Companies seeking 'follow-on funding' will have a hard time getting it from sophisticated investors".

<sup>20</sup> Oltre all'infungibilità tra le modalità di raccolta e dei relativi effetti per i soggetti finanziati e per i finanziatori sottolineata nel testo, molte altre potrebbero comunque essere le barriere suscettibili di frammentare ulteriormente il *crowdfunding* in una grande varietà di mercati rilevanti tra loro separati, quali quella linguistica, quella derivante dal(/i) settore(/i) merceologico(/i) in cui è specializzato il portale, quella geografica...

Proprio su quest'ultima ripartizione la stessa IOSCO, (nt. 6), p. 20, sottolinea che "the majority of business models for both peer-to-peer lending and equity crowd-funding choose to market themselves in only one locality" e a p. 42 indica che la ragione di ciò risiede principalmente nell'incertezza sul diritto applicabile. Tra gli aziendalisti, si sono evidenziati limiti geografici legati ai legami familiari, ai gusti, alla cultura, alle tradizioni o ad altre caratteristiche dei finanziatori: E. MOLLICK, (nt. 6), p. 9 s.; si veda anche l'indagine empirica di A.K. AGRAWAL, C. CATALINI, A. GOLDFARB, *The geography of crowdfunding*, in *NBER Working Paper Series*, 2011, p. 1 ss., disponibile sul sito <http://www.nber.org>, sulle caratteristiche geografiche dell'attività del portale Sellaband, specializzato in ambito discografico.

<sup>21</sup> Nel solco delle riflessioni qui abbozzate si può inserire anche l'ulteriore (sarcastica) critica mossa da A. PALMITER, (nt. 16), p. 374, il quale afferma che "JOBS is the Orwellian acronym for Jumpstart Our Business Startups, based on the legislation's questionable assumption that small businesses will hire new employees if the companies have greater access to securities investors". Vale la pena riportare anche le parole del *chief judge* Frank Easterbrook, secondo il quale "the JOBS Act stands for [...] «Jumpstart Our Business Startups Act» [...]. Like many a legislative title designed to support a catchy acronym, it's inaccurate in every particular. The legislation isn't limited to startups. It covers trading companies with as many as 2,000 public investors. And it isn't about jobs. It's about the cost of capital for smaller firms. A firm could produce no jobs at all and still be covered. Political actors care about jobs because people vote, but from the economic standpoint the goal is efficient production, rather than production that requires a lot of labor." (si tratta della trascrizione del convegno *Corporations - Deregulating the markets: the JOBS Act*, in *Del. J. Corp. L.*, 2013, Vol. 38, p. 476 s.).

Per una sintesi dei contenuti del *JOBS Act* in lingua italiana, v. ASSONIME, *L'impresa start up innovativa*, circ. 11/2013, in *Riv. soc.*, 2013, p. 800 ss..



intorno a quattro direttrici di intervento: 1) è prevista un'eccezione agli obblighi di registrazione presso la SEC per le offerte di *securities* inferiori ad un certo ammontare complessivo annuale (un milione di dollari)<sup>22</sup> realizzata da un *broker* o da un *funding portal* (sec. 302(a)); 2) un *funding portal* conosce un genera-

---

<sup>22</sup> Vi è anche una serie di limiti massimi all'importo aggregato degli investimenti individuali nel medesimo periodo: le soglie sono differenziate in relazione al reddito o al patrimonio dell'investitore. Su questi tetti all'investimento si è già notato che, riducendo l'ammontare della ricchezza esposta al rischio, non contribuiscono comunque da soli a proteggere più efficacemente gli investitori o a rendere le relative offerte al pubblico più sicure e si sono invocate altre misure accessorie: T.L. HAZEN, (nt. 16), p. 1765 ss., osserva che "although it is often said that good things come in small packages, fraud can come in small packages, too. Fraud in small packages can be just as effective and damaging to the victims, many of whom may be least able to bear the risk of even a small investment in a speculative business" e conclude: "Regardless of the amount of money to be raised, any exemption for crowdfunding should include some *affirmative disclosure requirements*"; J.M. HEMINWAY, S.R. HOFFMAN, (nt. 6), p. 946.

Per altro verso, anche in considerazione della ridotta dimensione degli importi esposti a rischio, si incontra talvolta la sottolineatura di una certa prossimità tra il *crowdfunding* ed il gioco d'azzardo: T. KAPPEL, (nt. 6), p. 378 ss., 382 ss., analizza il caso di una piattaforma di *crowdfunding* britannica gestita mediante un sistema di scommesse (va al riguardo precisato che la piattaforma citata - Slicethepie.com - attualmente non opera più secondo quel metodo ed anzi non è più attiva nell'ambito del *crowdfunding*) e valuta quali modifiche possano essere apportate al diritto statunitense per consentire il ricorso a quello che chiama *betting model* di *crowdfunding*; J.M. HEMINWAY, S.R. HOFFMAN, (nt. 6), p. 935, nt. 280, viceversa sottolineano condivisibilmente al riguardo che la legge garantisce diversi livelli di protezione a seconda dei contesti in cui il singolo agisce in base a delicati bilanciamenti di interessi; A.A. SCHWARZ, (nt. 6), p. 1475, testo e nt. 107, approva infine il fatto che anche ai piccoli investitori (*non accredited*) sia stata data la possibilità di "tentare la sorte" investendo nel successo di una startup ed aggiunge per rafforzare il suo argomento che costoro hanno già "the opportunity to gamble unlimited amounts in Las Vegas or via state lotteries" (la medesima assimilazione è presente anche in ID., *Keep it light, chairman White: SEC rulemaking under the CROWDFUND Act*, in *Vand. L. Rev. En Banc*, 2013, Vol. 66, p. 45). Sul punto ci si limita a sottolineare la pericolosa capziosità di quest'ultimo argomento, il quale, accomunando *quoad effectum* scommesse ed investimenti, tende a suggerirne un'equiparazione anche sul piano della disciplina: se si pensa, ad esempio, al faticoso percorso con cui si è pervenuti all'emancipazione dei contratti derivati dall'applicazione dell'eccezione di gioco (art. 25, terzo comma, t.u.f.), si può forse comprendere meglio il rischio insito nell'insistere sulla "ludicità" del *crowdfunding*. Reintrodurre surrettiziamente la logica del gioco per giustificare la rinuncia alle consistenti (seppure costose) tutele previste a favore dei clienti *retail* è altamente destabilizzante nel quadro regolamentare generale dei mercati finanziari: così si assimilano attività affatto diverse sul piano della concreta funzione economico-sociale con ricadute potenzialmente dirompenti sulla ragionevolezza di quest'ordinamento settoriale. Sul rapporto tra gioco e derivati finanziari, si vedano da ultime, anche per ogni riferimento, le divergenti opinioni nei contributi di A.A. DOLMETTA, *Introduzione. Speculazione e prudenza*; D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*; R. DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima e più di prima (il derivato finanziario come oggetto e come operazione economica)*; E. BARCELLONA, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*; U. MINNECI, *L'operatività in IRS: tra causa tipica, causa concreta e obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente*; P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*; S. PAGLIANTINI, *I costi impliciti nei derivati fra trasparenza e causa (ovvero quando nomina non sunt consequentia rerum)*, in *SWAP tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, a cura di D. Maffeis, Milano, 2014, rispettivamente alle p. XIII ss., 20 ss., 44 ss., 91 ss., 163 ss.; 193 ss., 216 ss.. Cui *adde*, per una riflessione di più ampio respiro e la richiesta di una tutela preventiva forte della clientela, A. NIGRO, *Crisi finanziaria, banche, derivati*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2009, I, p. 13 ss., spec. 18 ss.. In giurisprudenza, cfr. le recenti App. Milano, 18 settembre 2013; Trib. Torino, 27 gennaio 2014; Trib. Milano, 13 febbraio 2014, tutte consultabili sul sito <http://www.dirittobancario.it>.

le regime di esenzione rispetto agli obblighi di registrazione previsti per i *broker* (sec. 304) e nello svolgimento della sua attività deve presentare un'articolata serie di informazioni (tra cui anche quelle predisposte dall'emittente) agli investitori ed alla SEC, oltre ad effettuare dei penetranti controlli sull'emittente e su vari suoi esponenti per ridurre il rischio di frodi (sec. 302(b)); 3) l'emittente deve trasmettere alla SEC, agli intermediari ed agli investitori una notevole mole di informazioni, che pur non presentando i medesimi contorni di un vero e proprio prospetto, non se ne discosta di molto, e ciò la espone anche a specifiche responsabilità; 4) le *securities* emesse sono soggette ad un divieto di circolazione (salve limitate esenzioni).

La disciplina relativa all'*equity-based crowdfunding* così introdotta sarà operativa soltanto a seguito della elaborazione dei responsi ottenuti nella fase di consultazione sulla bozza di regolamento attuativo predisposta dalla SEC<sup>23</sup>, ma è già circondata da numerose e vibranti critiche<sup>24</sup> perché si prevede che invece di realizzare l'auspicata semplificazione, in realtà comporterà un aumento degli oneri regolamentari che si voleva rimuovere e si introdurranno nuovi profili di responsabilità. Per molti aspetti queste norme hanno rappresentato il modello a cui si è rivolto lo sguardo del legislatore italiano: ad ogni modo, come se

---

Merita di essere infine sottolineato che C.S. BRADFORD, (nt. 6), p. 105 ss., assai incisivamente affermava già prima dell'entrata in vigore del JOBS Act: "A crowdfunding exemption, properly structured, can ameliorate some, but not all, of the risk. But investments in small businesses, whether or not those investments are facilitated through crowdfunding, are *inherently risky*. Crowdfunding possesses no magical properties that prevent investors from losing money just like other investors" e di seguito ricordava che "investing in small businesses is very risky. Small business investments are *illiquid*, and small businesses, especially startups, are *much more likely to fail* than are more established companies. Losses due to fraud and self-dealing are also much more likely. Small business investments expose investors to a disproportionate risk of fraud. The *abuses in the penny stock market* in the 1980s «typify the securities fraud potential associated with direct marketing of microcap securities to individual investors». The SEC's experience when it eased the requirements of the Rule 504 small offering exemption in the 1990s also illustrates the potential fraud associated with unregulated small offerings. The changes freed Rule 504 offerings from federal mandatory disclosure requirements even when those offerings were not registered at the state level. In New York, which has no state registration requirement, «Rule 504 was being used by nefarious promoters to distribute up to \$1 million of securities in New York to a select favored group, followed promptly by boiler-room promotions that artificially drove up the secondary market price until such time as the initial purchasers could sell their shares at a handsome profit, leaving the gullible crop of new investors with suddenly deflated shares and irrecoverable losses»" (corsivi aggiunti). L'accostamento tra i portali per il *crowdfunding* e le *boiler rooms* è leggibile anche in R.B. THOMPSON, D.C. LANGEVOORT, *Redrawing the public-private boundaries in entrepreneurial capital raising*, in *Cornell L. Rev.*, 2013, Vol. 98, No. 6, p. 1605.

<sup>23</sup> Il documento di consultazione (quasi 600 pagine, di cui circa un centinaio dedicate alla modulistica e ad altri allegati) è attualmente disponibile sul sito <http://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9470.pdf>.

Il successo del *crowdfunding* ha inoltre suscitato l'attenzione della Commissione dell'Unione Europea, la quale lo ha menzionato nel suo Libro Verde *Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, COM(2013) 150, par. 3.4, p. 19 s. (della versione italiana), ed ha altresì realizzato un'indagine conoscitiva mediante una consultazione in proposito, la cui documentazione ed i relativi risultati sono leggibili sul sito: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2013/crowdfunding/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/crowdfunding/index_en.htm). Per riferimenti a consultazioni sul *crowdfunding* in altri stati, v. IOSCO, (nt. 6), p. 31.

<sup>24</sup> Si confrontino i vari accenti di S. COHN, (nt. 16), p. 1443 ss.; A. PALMITER, (nt. 16), p. 389 ss., 401 ss.; C.S. BRADFORD, *The new federal crowdfunding exemption*, (nt. 16), p. 23 ss., il quale lamenta la scadente tecnica redazionale del JOBS Act, la complessità ed onerosità del regime che ha disegnato, nonché svariati profili di incertezza per i *funding portals*; R.B. THOMPSON, D.C. LANGEVOORT, (nt. 22), p. 1605 ss.. Diversamente, A.A. SCHWARZ, (nt. 6), p. 1473 ss., mostra approvazione per il *Crowdfunding Act*.

non bastasse il conclamato *overshooting* normativo statunitense, nella versione italiana sono state introdotte nuove ed inesplicabili criticità.

Prima di scendere nel dettaglio, può tuttavia essere opportuno offrire qualche ulteriore spunto di riflessione di carattere economico per approfondire natura, moventi e vantaggi del *crowdfunding* ed osservare in una maniera differente l'intricato complesso formato dal d.l. 179/2012 e dal reg. equity c.f..

### 3. Alcune considerazioni economiche (...e non solo).

La crescente diffusione tra gli operatori economici dell'appello internautico disintermediato (o a bassa intensità di intermediazione<sup>25</sup>) al micro finanziamento diffuso e la sua accentuata diversificazione derivano, da un lato, nell'inaccessibilità giuridico-economica - o comunque nella difficoltosa raggiungibilità - di altre e più convenzionali fonti di finanziamento (quali il credito bancario, il *venture capital* ed i *business angels*)<sup>26</sup>, e, dall'altro, nell'onerosità legata all'accesso al mercato dei capitali<sup>27</sup>.

Non solo, rispetto a tali fonti, il *crowdfunding*, specie nella sua applicazione ad iniziative imprenditoriali, presenta ulteriori e notevoli vantaggi, quali quello di poter saggiare preliminarmente il potenziale successo<sup>28</sup> presso il pubblico del bene o del servizio che si intende realizzare. Si risparmiano così i costi le-

---

<sup>25</sup> In relazione a tre diversi casi da loro studiati A. ORDANINI, L. MICELI, M. PIZZETTI, A. PARASURAMAN, *Crowdfunding: transforming customers into investors through innovative service platforms*, in *J. Serv. Man.*, 2011, Vol. 22, No. 4, p. 443 ss. (consultato e di seguito citato facendo riferimento alla versione disponibile sul sito <http://didattica.unibocconi.it>), evidenziano più dettagliatamente che "the firm can either *add* an intermediary role that was previously absent (as in the case of Kapipal and its consumer-to-consumer funding), or *substitute* a traditional intermediary (e.g., SellaBand taking the place of traditional recording companies), or *disintermediate* by eliminating the activity of a service provider previously involved in the network (e.g., Trampoline's approach avoids the use of traditional venture-capital services)". Per ulteriori riflessioni sulla funzione di disintermediazione che il *crowdfunding* aspirerebbe a svolgere: A. TROISI, (nt. 7), p. 520, 524.

<sup>26</sup> Il rilievo è comune a tutti gli studi di carattere economico/aziendale sul tema ed al riguardo si rinvia agli scritti già citati nella nt. 5. Esso si affaccia comunque anche nella letteratura giuridica nostrana: A. BOLLETTINARI, (nt. 2), p. 12; M. PINTO, (nt. 6), p. 820 (testo e nt. 14 e 15, con riferimento all'esperienza statunitense). Si vedano anche le informazioni relative al costo della quotazione negli USA e sui suoi effetti dissuasivi nei confronti delle PMI riportate da J.M. HEMINWAY, S.R. HOFFMAN, (nt. 6), p. 908 ss., testo e note 144-148 per ulteriori riferimenti; A.A. SCHWARZ, (nt. 6), p. 1468 ss.. La considerazione è presente anche in ESMA, (nt. 6), punto 21; IOSCO, (nt. 6), p. 21.

<sup>27</sup> Con riguardo a quest'ultimo ambito, si vedano le considerazioni sui costi informativi e le proposte di G. FERRARINI, (nt. 7), p. 203 ss., spec. 213 ss.. Per una sintetica analisi dei fattori economici del crescente successo del *crowdfunding*, specie alla luce della crisi finanziaria iniziata nel 2008, v. IOSCO, (nt. 6), p. 12 ss..

Per altro verso, occorre notare che l'onerosità della quotazione in un mercato regolamentato non è stata affatto mitigata dalle regole adottate con l'art. 20, primo comma, d.l. 91/2014, rubricato "misure di semplificazione a favore della quotazione delle imprese e misure contabili": il complesso delle interpolazioni effettuate sul t.u.f., lungi dal realizzare una semplificazione, sembra volto ad incentivare la quotazione da parte di società di piccola e media dimensione a proprietà concentrata attraverso un sensibile depotenziamento della loro contendibilità. Non solo si dubita dell'effettiva necessità (ed urgenza) di un simile intervento nell'ambiente giuridico-economico del mercato regolamentato italiano, in cui la contendibilità è già molto bassa, ma si crede anche che il fattore di personalizzazione delle s.p.a. realizzato mediante l'attribuzione di diritti di voto maggiorati a certi soci (art. 127-*quinquies* t.u.f.) introduca un forte ostacolo all'ulteriore crescita di queste società e presenti più profili di attrito sistematico con la "finanziarizzazione" delle s.r.l. *start-up* innovative (su quest'ultimo argomento, v. *infra*, sub nt. 93 e testo corrispondente).

<sup>28</sup> O anche il suo insuccesso, consentendo così di abbandonare l'iniziativa senza consumare inutilmente in essa tempo e risorse: E. MOLLICK, (nt. 6), p. 3, parla in tal caso di "fail quickly".

gati agli strumenti di analisi del mercato ottenendo al contempo una convalida della bontà del progetto agevolmente spendibile in seconda battuta presso gli investitori professionali. Il contatto sulle piattaforme informatiche contribuisce, quindi, a fornire un mezzo utile a colmare almeno in parte il divario informativo che separa gli operatori economici che alimentano l'offerta dai destinatari di essa; procura altresì la possibilità di stabilire con questi ultimi relazioni di natura collaborativa prima altrimenti precluse. L'incontro virtuale con i destinatari della propria attività produttiva, all'inverso, può mutare significativamente i processi decisionali e le strategie dell'imprenditore, spingendolo sovente a coinvolgerli attraverso i *social networks* o attraverso le comunità predisposte dalle stesse piattaforme di *crowdfunding*.

In altre parole, e sempre con riferimento all'ambito imprenditoriale, il *crowdfunding* può contribuire in molti modi alla creazione ed all'accrescimento di valore sia sul piano economico-finanziario, ampliando le modalità di reperimento del capitale e riducendone il costo<sup>29</sup> o abbattendo i tempi del processo pro-

---

Pare il caso di aggiungere che al di là della bontà del progetto vi sono altre dinamiche del processo comunicativo su internet che influenzano fortemente il successo della raccolta: ad esempio, nel settore del *peer-to-peer lending* è stata rilevata una particolare tendenza dei prestatori a fornire credito a soggetti che abbiano caratterizzato la propria identità e la propria storia secondo una narrativa con certi elementi ricorrenti (affidabilità, successo, religiosità, onestà...), ma che, nella maggior parte dei casi si sono rivelati cattivi pagatori, se non del tutto insolventi: per ulteriori e stimolanti riflessioni, v. M. HERZENSTEIN, S. SONENSHEIN, U.M. DHO-LAKIA, *Tell me a good story and I may lend you my money: the role of narratives in peer-to-peer lending decisions*, in *J. Marketing Res.*, 2011, Vol. 48, p. 138 ss. (ed anche sul sito <http://papers.ssrn.com/>, che qui si cita: p. 8 ss., 22 ss.). Per un primo approccio alla "fallacia narrativa", ossia l'innata propensione a credere ad esposizioni logicamente ordinate di fatti anziché a dati non elaborati, ed ai guasti che produce nelle previsioni finanziarie e nei conseguenti investimenti, si veda N.N. TALEB, *The black swan. The impact of the highly improbable*<sup>2</sup>, New York, 2010, p. 62 ss., 267 ss.. Sul rilievo dei *cognitive biases* nella nostra dottrina, v. C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, I, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 2012, p. 527 ss..

<sup>29</sup> In relazione alla fondamentale equazione base del valore  $W = \frac{R}{i}$  (ove "W" rappresenta il valore del capitale economico dell'impresa, dato dal rapporto tra il reddito medio normale atteso - "R" - ed il costo del capitale - "i" -), il *crowdfunding*, quale alternativa agli ordinari canali di finanziamento (ed in particolare alla quotazione borsistica), è in grado di agire sul denominatore abbassandolo sensibilmente. Tra gli studiosi di finanza aziendale si attribuisce la paternità della teoria della creazione di valore per gli azionisti a A. RAPPAPORT, *Creating shareholder value: The new standard for business performance*, New York, 1986: tale A., per vero, qualche anno dopo è tornato sui suoi passi enunciando una serie di integrazioni alle istanze (oltre a quelle dei soci, anche quelle dei dipendenti, dei fornitori, dei consumatori...) che gli amministratori devono ponderare nel compimento delle proprie scelte, il tutto in un'ottica di lungo periodo (ID., *Creating shareholder value: A guide for managers and investors*, New York, 1998), passando dall'ottica per lo più descrittivo/predittiva della prima opera ad un'impostazione maggiormente prescrittiva. È inoltre doveroso menzionare lo scritto in cui si è proposto il concetto della cosiddetta *enlightened value maximization* e della corrispondente *enlightened stakeholders theory* per fornire uno strumento quantitativo utile al *management* per coniugare i vari interessi prima accennati nelle proprie scelte operative: M. JENSEN, *Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function*, in *J. App. Corp. Fin.*, 2001, Vol. 14, No. 3, p. 8 ss.. Per altre informazioni e riferimenti, si veda nella letteratura italiana: L. GUATRI, *La teoria di creazione del valore. Una via Europea*, Milano, 1991, *passim*. Nell'ambito della letteratura giuscommercialistica nazionale, si segnalano le riflessioni di G. FERRARINI, *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 462, il quale svolge una rassegna di problematiche relative a particolari vicende societarie di carattere gestionale o strutturale in un costante raffronto con gli esiti raggiunti dalla letteratura economica e giuridica straniera; F. DENOZZA, A. STABILINI, *CSR and corporate law: the case for preferring procedural rules*, 2008, p. 1 ss., spec. 13 ss., consultabile sul sito <http://www.ssrn.com>; C. ANGELICI, (nt. 28), p. 101 s., testo e nt. 51, il quale, analogamente agli autori dell'articolo appena citato, ricorda la § 172 del *Companies Act* britannico del 2006 (cui si può accostare l'art. 64

duttivo, sia sul piano relazionale-cognitivo, in quanto permette di ridurre - se utilizzato efficientemente - una serie di asimmetrie informative e di creare tra richiedente e contribuenti un reticolo di rapporti, anche di lungo termine, funzionali all'evoluzione dell'attività d'impresa.

Cercando di attingere all'essenza del finanziamento della folla, si crede di poterla individuare nel "progetto" diffuso su internet ed accompagnato dalla richiesta di finanziamento<sup>30</sup>.

Spogliando, infatti, il *crowdfunding* dei mutevoli connotati strutturali legati alle finalità perseguite dalle parti dell'operazione, si può invero riscontrare che è intorno al *progetto*, il quale funge da elemento selettivo e condizionante, che si raccoglie l'attenzione dei contribuenti. Costoro nella grande maggioranza dei casi non sono interessati a partecipare attivamente all'organizzazione. Per lo più, in realtà, essi intendono inserirsi strumentalmente nel concretizzazione del progetto presentato perché credono nella causa che lo anima o per ragioni di solidarietà (e ciò vale specialmente per iniziative politiche o filantropiche), o perché vogliono contribuire alla realizzazione di prodotti o servizi che siano sempre più rispondenti ai loro gusti ed ai loro bisogni (e ciò è quanto vale con riguardo ad iniziative imprenditoriali in generale, anche se va precisato che chi contribuisce potrebbe anche non rendersi mai un cliente dell'impresa)<sup>31</sup>.

È altresì vero che nel *lending crowdfunding* l'aspettativa della remunerazione del finanziamento fa passare in secondo piano il momento progettuale rispetto alla valutazione del merito creditizio del richiedente, ma la portata e l'attendibilità di una simile considerazione si attenuano in relazione a contesti imprenditoriali; in questi ambiti sono le prospettive reddituali a condizionare l'apprezzamento, sia pur sommario, delle potenzialità del progetto, facendo premio sulle caratteristiche soggettive del richiedente<sup>32</sup>.

Tutto quanto ciò sembra indice di una significativa variazione, da un lato, delle dinamiche comportamentali di coloro che normalmente sarebbero meri consumatori o sostenitori di iniziative benefiche, e, dall'altro, dei soggetti che variamente cercano di attingere alle risorse di terzi per concretizzare le attività più disparate.

Il fulcro dell'evoluzione risiede nel contatto attorno alla realizzazione di un progetto: esso rappresenta un'illustrazione programmatica più o meno articolata dello scopo che si intende raggiungere mediante i fondi richiesti, delle modalità con cui questi saranno impiegati nell'attività prevista e della durata della campagna di raccolta<sup>33</sup>.

---

del *Código das Sociedades Comerciais* portoghese) quale esempio di trasposizione normativa dell'*enlightened shareholder value* ed illustra le difficoltà applicative derivanti dalla plurivocità dello *shareholder value* in situazioni di inefficienza del mercato finanziario, specialmente come metro della responsabilità degli amministratori (a p. 410 ss., testo e nt. 133 e 134).

<sup>30</sup> Così anche E. MOLLICK, (nt. 6), p. 4.

<sup>31</sup> Una simile considerazione si ritrova anche in A. BOLLETTINARI, (nt. 2), p. 20, ove si legge: "ciò che più rileva per l'investitore è la partecipazione ad un progetto condiviso verso cui nutre apprezzamento" (v. pure p. 34).

<sup>32</sup> Sul punto si possono richiamare le risalenti, ma tuttora attuali, considerazioni sulla "garanzia commerciale" di G. CABRAS, *Le opposizioni dei creditori nel diritto delle società*, Milano, 1978, p. 99 ss..

<sup>33</sup> Si utilizza un'espressione mutuata dal lessico operativo in quanto l'accostamento ad un termine del linguaggio giuridico o aziendalistico esistente risulterebbe forzato ed impreciso. Nell'ottica aziendalistica, l'assimilazione del progetto ad un più ampio e comprensivo *business plan*, infatti, pare vistosamente fuorviante, nella misura in cui il progetto, per come normalmente si verifica nella prassi, può anche contemplare solo alcuni degli aspetti tipici di un *business plan*. Benché, poi, presentino qualche affinità funzionale sotto il profilo di programmazione dell'attività, sul piano giuridico il progetto non può essere assimilato ad un *oggetto sociale*, non soltanto perché l'oggetto sociale è concetto tipico delle organizzazioni collettive a rilievo reale, ma soprattutto per la frequente e del tutto fisiologica vaghezza che permea quest'ultimo, oltre alla sua ormai debolissima vincolatività per i gestori dell'impresa sociale. Senza contare che l'attività descritta nel

Il progetto, quindi, raccoglie ed ordina teleologicamente la mole dei contributi, restando assolutamente indifferente per i contribuenti la natura e gli scopi del soggetto che li richiede. Nell'ottica dei sostenitori, in breve, l'affermazione del *crowdfunding* pare legata ad una diffusa domanda di maggiore prossimità (si potrebbe dire in maniera del tutto atecnica e descrittiva "partecipazione") ad un'attività puntualmente identificata e non al soggetto che la realizza<sup>34</sup>, secondo una traiettoria, se si vuole, per certi aspetti, inversa a quella seguita, in epoca medievale, dall'evoluzione che portò dalla commenda alla società in accomandita<sup>35</sup>.

Il particolare legame finalistico che si instaura così tra gli erogatori e l'attività programmata merita pertanto un'attenta considerazione, specialmente nella misura in cui evidenzia margini di superamento di paradigmi tanto sedimentati da essere ormai tralattizi nel dialogo sull'impresa, quali quello sulla estraneità della gratuità al metodo ed alla logica imprenditoriale o sull'imprescindibile necessità di intermediari professionali per consentire l'incontro tra la domanda e l'offerta di credito o di investimento.

Quanto appena detto è confermato da dati statistici, da cui risulta che le forme di *crowdfunding* predominanti sono quelle *donation-based* e *reward-based*, le quali nel 2012 hanno complessivamente raggiunto l'importo di quasi 1,4 miliardi di dollari raccolti nel mondo (senza considerare il modello *lending-based*, che da solo ha superato 1,1 miliardi di dollari)<sup>36</sup>. A questi si possono affiancare indagini empiriche nelle

---

progetto potrebbe ben porsi ai margini (o al di fuori) della sfera dell'imprenditorialità ed in tal senso potrebbe forse essere di qualche utilità cognitiva ricorrere al più neutrale concetto di "affare", frequente - eppure indefinito - nel lessico civilistico. Al riguardo, per una diffusa riflessione sistematica, si veda M. DE ACUTIS, (nt. 11), p. 141 ss., il quale evidenzia la polisemia della nozione di affare e la sua peculiarità, se considerata in seno al contratto analizzato, sostenendo che in tale ambito "non può che descrivere una vicenda naturalmente in grado di produrre utili", anche se non necessariamente imprenditoriale (p. 158 ss.). Sulla stessa scia, anche se di carattere più settoriale è, invece, l'analisi di G. MIGNONE, (nt. 11), p. 20 s., 65 ss., 68 ss.. Meno utili sono le ricerche condotte intorno all'individuazione della nozione di "specifico affare" all'interno dell'istituto dei patrimoni destinati di cui agli artt. 2447-*bis* ss. c.c., in quanto i confini più o meno ampi che si vogliono tracciare sono pur sempre condizionati dall'impianto concettuale e dal programma di attività dell'oggetto sociale e quindi risentono necessariamente della logica imprenditoriale (o anche professionale *ex art. 10*, commi da terzo a nono, l. 183/2011: in proposito si vedano le interessanti considerazioni di G. BERTOLOTTI, *Società tra professionisti e società tra avvocati*, Torino, 2013, p. 54 ss., 177 ss., 191 ss., in merito ai punti di contatto e di divergenza tra attività d'impresa e attività professionale esercitate collettivamente, con particolare attenzione al rilievo del profilo organizzativo quale selettore della disciplina applicabile) cui è vincolato il patrimonio nella sua interezza. Proprio in quest'ultimo ambito disciplinare, però, può forse ricavarci qualche suggestione dall'art. 2447-*ter*, primo comma, lett. c), c.c., ove si prescrive la definizione di un "piano economico-finanziario" da cui risultino, tra l'altro, le modalità e le regole relative all'impiego delle risorse destinate ed il risultato che si intende perseguire, e nell'art. 2447-*decies*, secondo comma, lett. a), c.c., in cui, analogamente si richiede di descrivere l'operazione in cui sarà utilizzato il finanziamento, "le modalità ed i tempi di realizzazione; i costi previsti ed i ricavi attesi".

<sup>34</sup> La "partecipazione" - stavolta intesa in senso tecnico - al soggetto (generalmente societario) è pur sempre un complesso di situazioni giuridiche strumentali e non finali rispetto alla produzione dell'attività e perciò, anziché approssimare il *crowdfunder* ad essa, lo "allontana".

<sup>35</sup> Fermo restando che il cenno nel testo non si riferisce in alcun modo ai diversi ordini di ragioni che hanno influenzato tale vicenda, sulla quale, per ampi ragguagli, si veda U. SANTARELLI, *Mercanti e società tra mercanti*<sup>3</sup>, Torino, 1998, p. 143 ss., 151 ss..

<sup>36</sup> I dati sono ricavati da MASSOLUTION, (nt. 7), p. 25 s., ove si rinviene anche la sottolineatura della massiccia crescita rispetto al 2011 relativi ai modelli di *crowdfunding* menzionati nel testo (523% per il *reward-based*, 111% per il *lending-based* e 45% per il *donation-based*). La IOSCO, (nt. 6), p. 33 s., stima che l'ammontare di mutui concessi attraverso il *lending-based crowdfunding* (denominato nel rapporto *peer-to-peer lending*) si sia attestato a 2,8 miliardi di dollari nel 2013, con un aumento del 145% rispetto al 2012.

quali si è cercato di scandagliare le motivazioni dei sovvenzionatori<sup>37</sup>, ricavando che, pur nella diversità degli intenti associati alle diverse specie di raccolta, vi sono alcuni tratti comuni, legati specialmente al senso di immediato coinvolgimento nell'attuazione del progetto, che solo attraverso il ricorso alle potenzialità del mezzo informatico è possibile trasmettere<sup>38</sup>.

Viceversa, l'*equity-based crowdfunding* rappresenta quantitativamente il fanalino di coda di questa nuova realtà, con soli 115,7 milioni di dollari raccolti nel 2012 ed un tasso di crescita pur significativo, ma inferiore alle altre varianti. Si è convinti che ciò non sia unicamente dovuto agli ostacoli legali ed ai costi che caratterizzano l'offerta al pubblico di prodotti finanziari, ma anche alla circostanza che l'*equity-based crowdfunding* possa essere un *fenomeno eccentrico* rispetto al genere di bisogno manifestato dal pubblico, come prima descritto.

A riprova di quanto si afferma, si può riferire il paragone tra i dati statistici relativi alle dimensioni medie delle campagne di *crowdfunding* in base alla tipologia: se quelle *donation-based*, *reward-based* e *lending-based* si caratterizzano per importi inferiori ai cinquemila dollari<sup>39</sup>, le raccolte di capitali di rischio effettuate con l'*equity-based crowdfunding* si presentano invece assai più cospicue, raggiungendo i 190.000 dollari. Si può opinare che la comparazione non sia omogenea, in quanto le prime tre varietà di *crowdfunding* non sono necessariamente associate al successivo svolgimento di un'attività d'impresa, mentre l'ultima lo è ontologicamente, ma anche così il dato si presenta comunque significativo.

In particolare, la diversa magnitudine così evidenziata suggerisce che vi siano logiche ed obiettivi (nonché margini di profitto) differenti nell'*equity-based crowdfunding* rispetto agli altri generi di raccolta, logiche ed obiettivi probabilmente più affini a quelle che attualmente muovono i *venture capitalists* o i *business angels*. Ed in effetti, se si concorda con il rilievo che il *crowdfunding* colma uno spazio prima lasciato vuoto da costoro<sup>40</sup>, si ha la sensazione che l'*equity-based crowdfunding* in larga parte rappresenti il tentativo di tali operatori di occuparlo, almeno parzialmente, attraverso un meccanismo di parcellizzazione dei finanziamenti e di frazionamento del rischio, il cui funzionamento è reso possibile grazie ad un'intensa attività di lobby volta ad ottenere una semplificazione del quadro regolamentare<sup>41</sup>.

Il legislatore italiano, per parte sua, non solo ha recepito *de relato* una regolamentazione sull'*equity-based crowdfunding* la cui capacità d'impulso sul piano economico è quanto meno dubbia, ma ha mancato di condurre una pur minimale riflessione sui vantaggi e le criticità delle altre manifestazioni del finanziamento plurale, come si illustrerà nei paragrafi successivi.

#### 4. Soggetti e oggetti della regolamentazione italiana: ossia quando i fini non incontrano i mezzi.

<sup>37</sup> Cfr. A. ORDANINI, L. MICELI, M. PIZZETTI, A. PARASURAMAN, (nt. 25), p. 21 ss.; E. GERBER, J. HUI, (nt. 5), p. 8 ss., 14 ss..

<sup>38</sup> Naturalmente, diversamente declinati a seconda che vi sia anche una partecipazione ai risultati economici, come riportato da A. ORDANINI, L. MICELI, M. PIZZETTI, A. PARASURAMAN, *op. loc. ult. cit.*.

<sup>39</sup> Secondo il già citato rapporto di Massolution, gli ordini di grandezza sono: 1) *donation-based* con \$ 1.400; 2) *reward-based* con \$ 2.300; 3) misto *reward/donation-based* con \$ 2.300; 4) *lending-based* con \$ 4.700.

<sup>40</sup> Questo aspetto è specialmente indagato da A. SCHWIENBACHER, B. LARRALDE, (nt. 4), p. 375 ss..

<sup>41</sup> L'informazione al riguardo, peraltro, è trasmessa dagli stessi lobbisti, come si può leggere sul profilo personale di Jason Best, co-fondatore di un'importante società di consulenza specializzata: "As co-founder and principal of Crowdfund Capital Advisors (CCA), Jason Best co-authored the crowdfund investing framework used in the JOBS Act to legalize equity and debt based crowdfunding in the USA. He has provided congressional testimony on crowdfunding and was honored to attend the White House ceremony when President Obama signed the JOBS Act into law on April 5, 2012. Jason co-founded the crowdfunding industry trade group that works with the Securities and Exchange Commission and FINRA as they create the rules for crowdfund investing" (si consulti il sito <http://crowdfundcapitaladvisors.com>).

Per una curiosa forma di contrappasso, l'incipit degli enunciati normativi a carattere promozionale degli ultimi anni trabocca sempre più di altisonanti elencazioni di obiettivi, volte forse a coprire con la loro retorica la pochezza delle misure destinate a darvi effetto, ed il nostro caso non si esime. L'art. 25, primo comma, d.l. 179/2012 proclama infatti che "le presenti disposizioni sono dirette a favorire la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico, la nuova imprenditorialità e l'occupazione, in particolare giovanile, con riguardo alle imprese *start-up* innovative [...]. Le disposizioni della presente sezione intendono contestualmente contribuire allo sviluppo di nuova cultura imprenditoriale, alla creazione di un contesto maggiormente favorevole all'innovazione, così come a promuovere maggiore mobilità sociale e ad attrarre in Italia talenti, imprese innovative e capitali dall'estero"<sup>42</sup>.

Di fronte al corpo di regole che si dipana di seguito ed a quelle scaturite dal solerte intervento della CONSOB, però, nella mente dell'interprete le finalità quasi subito assumono la più dimessa veste di auspici, ben presto sepolti sotto una coltre di indici contraddittori<sup>43</sup>. Sicuramente, la semplificazione dell'accesso ai mercati finanziari poteva rappresentare uno strumento per il raggiungimento degli obiettivi prefissati, ma il legislatore - barcollando - si è mosso in tutt'altra direzione<sup>44</sup>.

In primo luogo, il congegno della *start-up* innovativa (art. 25, secondo comma, d.l. cit.), quale unica destinataria delle raccolte realizzate mediante *equity-based crowdfunding*, ha fin da subito attratto le censure di tutti i commentatori<sup>45</sup>: già dal superficiale confronto con l'omologa disciplina americana spicca evidente

---

<sup>42</sup> L'Italia non è sola in questa tendenza declamatoria, accompagnata com'è dalla Spagna, secondo quanto segnalato con riferimento all'attuale art. 1 *ley* 14/2013 da M. CIAN, *Le società start-up innovative. Problemi definitivi e tipologici*, in *AIDA*, 2013, p. 410. Sebbene in ciò possa scorgersi l'indice di una certa consonanza nella tecnica normativa e nell'individuazione degli obiettivi di politica economica a livello internazionale, non si crede di poter apprezzare la progressiva intromissione nei testi normativi di questi enunciati più degni di un preambolo o di una relazione d'accompagnamento. Cfr. anche le osservazioni di carattere generale sulla tecnica normativa di G.D. MOSCO, *La notte delle regole: responsabilità della politica e problemi di tecnica legislativa*, in *A.G.E.*, 2013, p. 356, a parere del quale "le leggi (o le singole parti di esse) ormai si aprono con norme meramente programmatiche che appesantiscono il testo e possono creare confusione senza avere alcuna utilità".

<sup>43</sup> Al riguardo non può che manifestarsi piena sintonia con il pensiero di G. MARASÀ, *Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative prima e dopo la L. n. 99/2013 di conversione del D.L. n. 76/2013*, in *Soc.*, 2013, p. 1095, ove considera che "un dato sembra accomunare s.r.l. semplificate, s.r.l. a capitale ridotto e start up ed è che si tratta di figure effimere; infatti, s.r.l.s, s.r.l.c.r. e start-up innovative tutte si collocano in quel profluvio di leggi emergenziali che, con interventi tanto suggestivi nelle etichette quanto, spesso, limitati negli effetti, sta sconvolgendo l'Italia". Cui *adde* le considerazioni di C. IBBA, *Liberalizzazioni, efficienza del sistema e qualità della produzione legislativa*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 244 ss. e degli altri A. da lui citati; G.D. MOSCO, (nt. 42), p. 351 ss.; A. NUZZO, P. TULLIO, *La legislazione d'impresa dell'ultimo quinquennio: quantità più che qualità*, in *A.G.E.*, 2013, p. 396 ss., e spec. 408 ss..

<sup>44</sup> Circa i recenti schizofrenici interventi sulla disciplina delle s.r.l. anche M.S. SPOLIDORO, *Una società a responsabilità limitata da tre soldi (o da un euro)?*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 1088, ha espresso un giudizio ampiamente condivisibile e riproponibile senza variazioni nella nostra materia: "Per semplificare una disciplina giuridica in modo efficace occorre comunque avere le idee ben definite su obiettivi e mezzi necessari. Insomma, chi intende semplificare deve avere a sua volta idee semplici, univoche e chiare; invece, chi vorrebbe semplificare, ma nel farlo insegue obiettivi molteplici, equivoci ed oscuri, fallisce l'obiettivo e complica dove vorrebbe fare il contrario".

Inoltre, l'inettitudine del legislatore più recente ha ispirato anche a tale A. il ricorso al più vivo sarcasmo: "Gli sviluppi [...] che hanno condotto all'attuale situazione [...] suscitano per la verità l'immagine di una fanciulla che insegue con il retino il volo di una farfalla o, per evocare un'immagine più realistica, la camminata di un ubriaco che abbraccia un lampione a destra e casca in un rigagnolo a sinistra".

<sup>45</sup> V. G. FERRARINI, (nt. 7), p. 217; E. FREGONARA, (nt. 6), p. 95; M. PINTO, (nt. 6), p. 821 s.; E. GIRINO, (nt. 2), p. 77; P. ALVISI, (nt. 6), p. 4; G.D. MOSCO, *La nuova regolamentazione dell'equity crowdfunding*, in *Crowd Future*.



questo vincolo. E così, ciò che nella mente del legislatore<sup>46</sup> doveva essere l'elemento trainante del nuovo sviluppo economico costruito intorno ad attività ad alto tasso di innovazione tecnologica, si tramuta inavvertitamente in una barriera.

La razionalità della sua introduzione sfugge per più ragioni: per un verso, non si capisce perché solo queste società possano attingere a questa forma di finanziamento e non sia invece accessibile indiscriminatamente; per l'altro, non si può che ripetere un'osservazione (tratta dal buon senso, prima ancora che dalle scienze aziendalistiche) sulla rischiosità di gran lunga più elevata delle imprese in fase di avviamento, rischiosità per giunta amplificata dall'esigenza che le *start-up* operino in un ambito caratterizzato da un'intrinseca ed elevata incertezza sullo stesso raggiungimento dei risultati attesi<sup>47</sup>.

A tale fattore di rischio connaturato all'ambito di operatività di queste società se ne accompagna inevitabilmente un altro, inerente alla regolamentazione che ne descrive le caratteristiche e ne limita contenutisticamente l'oggetto sociale: anche dopo l'opportuna rimozione dell'obbligo che la maggioranza delle partecipazioni fosse detenuta da persone fisiche (originariamente contenuto nell'art. 25, secondo comma, lett. a), d.l. cit.), la distanza che separa il legislatore dall'interpretazione dei più basilari concetti propri del diritto commerciale e dalla realtà imprenditoriale non si è attenuata.

Infatti, tutti i parametri individuati per delimitare i confini della qualifica di *start-up* innovativa<sup>48</sup> mostrano i segni di una desolante sprovvedutezza e si fatica a comprendere come l'innovatività possa essere

---

*Aspetti giuridici del crowdfunding*, 2014, p. 8 e 14, disponibile sul sito <http://www.crowdfundingitalia.com>, il quale nota comunque che "se ciò è certamente una grave incongruenza, ancor più in questi tempi di recessione, la scelta si rivela però opportuna per sperimentare sul campo la regolamentazione di un fenomeno che è oggettivamente difficile disciplinare con equilibrio" (p. 9).

<sup>46</sup> *Rectius*, nella pericolosa ingenuità del dettato del già citato rapporto "Restart, Italia!", (nt. 2), p. 25 ss., la cui influenza è stata retoricamente sottolineata anche dalla prima relazione annuale al parlamento redatta dal Ministero dello Sviluppo Economico (*Relazione al Parlamento sullo stato di attuazione della normativa a sostegno dell'ecosistema delle startup innovative*, 2013, p. 4, leggibile sul sito <http://www.sviluppoeconomico.gov.it>), che peraltro non manifesta migliore intelligenza della materia, specie in presenza di passaggi come i seguenti: "Alle deroghe normative al diritto societario, volte a rendere più *agili e meritocratiche* le procedure di gestione aziendale, si sono affiancate corpose agevolazioni agli investimenti [...]" (p. 4); "Tenendo conto dell'elevato rischio economico assunto da chi decide di fare impresa investendo in attività ad alto livello di innovazione, sono previste *procedure semplificate di liquidazione e chiusura*" (p. 20) (corsivi aggiunti).

<sup>47</sup> La stessa CONSOB, nella sua analisi d'impatto del reg. equity c.f. (*Relazione sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione (AIR) e sugli esiti della procedura di consultazione*, 2013, p. 3, consultabile sul sito <http://www.consob.it>) ammette: "Il **problema** che la norma primaria vuole affrontare è costituito dalla **scarsità di canali per la raccolta di fondi** da parte di **oggetti 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 «circuitto 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 rispetto a quello delle passività e, a tal fine, sono portate a ridurre le disponibilità di fondi per imprese ad elevato rischio come le *start-up* innovative".

Viene allora quasi spontaneo chiedersi perché gli ordinari risparmiatori dovrebbero supplire gli investitori più sofisticati laddove questi ultimi si rifiutino di assumere rischi troppo elevati.

<sup>48</sup> Giustamente ritenuta una "immunità condizionata e temporanea dal diritto comune della società a responsabilità limitata" da P. SPADA, M. MALTONI, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013, I, p. 1117 ss. (la citazione è a p. 1121), (dell'articolo è disponibile una versione anteriore sul sito <http://www.cavererespondere.it>). Così anche G. MARASÀ, (nt. 43), p. 1094 s., secondo cui "i re-

alternativamente garantita da un certo rapporto tra spese in ricerca e sviluppo rispetto al costo o al valore della produzione (maggiore o uguale al 15%)<sup>49</sup>, o dalla presenza di un certo numero di dipendenti o collaboratori che siano dottori di ricerca, dottorandi o laureati<sup>50</sup>, oppure dalla titolarità (o dalla licenza) delle privative industriali e dei diritti di cui all'art. 25, secondo comma, lett. *b*), n. 3, d.l. cit.).

*In primis*, la natura della diretta afferenza all'oggetto sociale ed all'attività d'impresa di tali diritti esclusivi richiesta dalla norma citata sarebbe tutta da valutare, anche in funzione delle possibili evoluzioni dell'iniziativa economica e del contesto in cui si inserisce. Data, quindi, la vaghezza di questo legame (strumentale, teleologico?), non sorprende che non vi sia alcun parametro per la sua rilevazione e che sia assente nel testo del d.l. 179/2012 ogni forma di sanzione per il caso in cui tale afferenza venisse di fatto a mancare. Va anzi ricordato, da un lato, che il rispetto di questo, come degli altri requisiti di cui all'art. 25, secondo comma, d.l. cit. è soddisfatto dalla mera presentazione di un'autocertificazione del legale rappresentante (art. 25, commi secondo, nono e quindicesimo, d.l. cit.) e, dall'altro, che la sopraggiunta mancanza dell'afferenza in parola non consentirebbe all'investitore di azionare il rimedio speciale della revoca della propria adesione (sempre che tale fatto si verifichi dopo la chiusura dell'offerta: art. 25, secondo comma, reg. equity c.f.), né quello ordinario del recesso *ex artt.* 2437 o 2473 c.c..

quisiti che identificano la *start up* innovativa non rilevano sul piano della legittimità della costituzione ma solo come presupposti per accedere ad una disciplina di favore, la logica a cui il legislatore si rifà sembra essere quella comune ad altre esperienze normative in materia di contratti associativi come quella del D.Lgs. n. 460/1997 sulle ONLUS e del D.Lgs. n. 155/2006 sulle imprese sociali".

<sup>49</sup> Che, a tacer d'altro, rappresenta una proporzione costantemente variabile per fattori anche non imputabili alla società, o comunque da essa facilmente manipolabile. Si potrebbe altresì aggiungere che le spese di ricerca o sviluppo potrebbero essere superiori in un certo esercizio ed inferiori in altri, in ragione, ad esempio, del raggiungimento dei risultati attesi dalla ricerca e dell'avvio della produzione seriale. Sul punto, v. anche *infra*, sub nt. 68-72 e testo corrispondente.

<sup>50</sup> Ed al riguardo basta evocare l'espandersi della realtà della sottoccupazione nell'attuale stagione di crisi economica: anche un *call center* che effettua particolari ricerche demoscopiche impiegando dei laureati come telefonisti potrebbe astrattamente aspirare allo status di *start-up* innovativa. Va inoltre detto che nell'art. 25 d.l. 179/2012, da un lato, si sancisce un nesso tra le privative industriali facenti capo alla *start-up* innovativa ed il loro impiego nell'attività (sul quale si vedano le riflessioni svolte alla nota seguente), mentre, dall'altro, manca affatto l'introduzione di un simile collegamento per quanto concerne la posizione dei dipendenti qualificati in seno all'organizzazione aziendale. Cfr. al riguardo anche M. CIAN, (nt. 42), p. 413 s., il quale suggerisce cautamente un'interpretazione teleologica che recupera dei limiti funzionali all'impiego di questa forza lavoro qualificata all'interno della società, non mancando comunque di sottolineare i dubbi che ne scaturirebbero in punto di individuazione della fattispecie.

A fronte della genericità del dettato normativo, sembra comunque arduo stabilire dei vincoli, specie di fronte al sintagma per cui il rapporto di lavoro o di collaborazione con questi soggetti può instaurarsi "a qualsiasi titolo" (art. 25, secondo comma, lett. *h*), n. 2, d.l. 179/2012). Della inadeguatezza di tale norma ad imporre un inserimento funzionalizzato nell'azienda di questi prestatori d'opera titolati si può inoltre avere una più netta percezione attraverso il raffronto con la disciplina tributaria premiale francese a favore della *jeune entreprise innovante*, la quale ultima "ou [...] est dirigée ou détenue directement à hauteur de 10 % au moins, seuls ou conjointement, par des étudiants, des personnes titulaires depuis moins de cinq ans d'un diplôme conférant le grade de master ou d'un doctorat, ou des personnes affectées à des activités d'enseignement ou de recherche, et elle a pour activité principale la valorisation de travaux de recherche auxquels ces dirigeants ou ces associés ont participé, au cours de leur scolarité ou dans l'exercice de leurs fonctions, au sein d'un établissement d'enseignement supérieur habilité à délivrer un diplôme conférant au moins le grade de master" (art. 44-sexies-0, III, lett. *b*), *Code général des impôts*).

Secondariamente, solo in virtù della consacrazione legislativa si può considerare “innovativa” una società che, ad esempio, ottenga una licenza per la produzione di un modello di cellulare o di un detersivo brevettati da altri.

Infine, rimane oscura la valutazione assiologica - se pure ve n'è stata una - che ha portato all'omissione nell'elenco dei disegni e dei modelli di cui agli artt. 31 ss. c.p.i., nonostante l'indiscussa notorietà mondiale del disegno industriale italiano e gli stimoli che esso ha recato all'avanzamento tecnologico. La medesima critica può essere ripetuta anche in relazione alla mancata menzione del *know-how*, o, per meglio dire, delle informazioni di cui agli artt. 98 e 99 c.p.i., ed al riguardo pare opinabile che la loro assenza sia giustificata da esigenze di protezione della loro connaturata segretezza (che altrimenti si porrebbero anche per il caso di domande di brevetto depositate senza che ne sia richiesta l'immediata accessibilità: art. 53, terzo comma, c.p.i.), né perché si possa escludere categoricamente che tali informazioni siano insuscettibili di originare delle innovazioni tecnologiche.<sup>51</sup>

L'illusoria pretesa ordinatrice di un legislatore velleitario è poi tradita dal precetto per cui la *start-up* innovativa “ha quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico” (art. 25, secondo comma, lett. f), n. 3, d.l. cit.). Se si accosta questa disposizione ad altre che nel nostro ordinamento sanciscono l'obbligo di prevedere nello statuto l'esercizio esclusivo (o prevalente) di questa o quella attività, se ne può cogliere tutta la pretenziosa vacuità. Sfugge anzitutto in cosa possa consistere l'innovatività o l'alto valore tecnologico dei prodotti o servizi sviluppati, realizzati o commercializzati da una *start-up* innovativa<sup>52</sup>. Fermo restando, infatti, che a tali società è indifferentemente consentito di svolgere ogni genere di attività e di inserirsi in una qualunque fase del processo produttivo-distributivo<sup>53</sup>, in cosa consiste allora l'elemento distintivo rispetto a qualsivoglia altra società?

Dal confronto con un'altra disciplina, quella del contratto di rete, si consolida il convincimento in merito all'evanescenza del concetto di innovatività evocato in seno al d.l. 179/2012: nell'ambito della rete, invero, l'elemento teleologico è costituito dall'accrescimento della *capacità innovativa* e della competitività degli imprenditori aderenti (art. 3, comma 4-ter, d.l. 5/2009)<sup>54</sup>; tuttavia, stante l'indeterminatezza che tali

<sup>51</sup> Per tutto quanto sin qui esposto non sembra di poter condividere l'apprezzamento mostrato da E. FREGONARA, (nt. 6), p. 40.

<sup>52</sup> Si concentra su quest'aspetto M. CIAN, (nt. 42), p. 412 ss., il quale sin da subito criticamente segnala al riguardo che “è proprio quello che determina il maggior grado di vaghezza che il nuovo istituto presenta rispetto ai suoi predecessori”. Perplessità di fronte alla formulazione della norma è manifestata anche da A. BARTOLACELLI, *L'insostenibile leggerezza dell's.r.l.s.. Nell'intricata “matassa” delle “nuove” s.r.l.: ricercare un bandolo o tagliare il filo?*, relazione presentata al convegno “L'impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi”, organizzato dall'Associazione “Orizzonti del Diritto Commerciale” e svoltosi a Roma il 21 e 22 febbraio 2014, p. 13 s.; L. SALVATORE, *Commento all'art. 2463 c.c., in Società a responsabilità limitata*, nel *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2014, p. 96, nt. 122.

<sup>53</sup> Analogamente si esprime l'ASSONIME, (nt. 21), p. 784, secondo la quale “non è ammissibile [...] una limitazione a priori dei campi di attività in cui l'impresa start up innovativa può operare, ivi compresi quelli tecnologicamente maturi. Non sembra giustificato inoltre che questa indicazione comporti una limitazione ai sistemi innovativi applicati alla produzione industriale”.

<sup>54</sup> Sulla debolezza e sulla scarsa tenuta funzionale della causa così delineata dalla legge si esprimono, riconoscendole vari gradi di capacità identificativa: F. GUERRERA, *Il contratto di rete tra imprese: profili organizzativi*, in *Contr.*, 2014, p. 398; P. ZANELLI, *Reti e contratti di rete*, Padova, 2012, p. 74 s.; V. DONATIVI, *Le reti di imprese: natura giuridica e modelli di governance*, in *Soc.*, 2011, p. 1436 ss.; R. SANTAGATA, *Il “contratto di rete” fra (comunità di) impresa e società (consortile)*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, I, p. 324 e par. 5; M. MALTONI, *Il contratto di rete. Prime considerazioni alla luce della novella di cui alla L. n. 122/2010*, in *Not.*, 2011, p. 66 s.; ID., P. SPADA, *Il “contratto di rete”*, studio n. 1-2011/I della Commissione Studi d'Impresa del Consiglio Nazionale del Notariato,

concetti presentano anche per le scienze aziendalistiche<sup>55</sup>, l'enunciato normativo demanda all'autonomia privata di delimitarli in relazione al caso concreto e di dare loro sostanza attraverso "l'indicazione degli *obiettivi strategici* di innovazione e di innalzamento della capacità competitiva dei partecipanti e le modalità concordate con gli stessi per *misurare* l'avanzamento verso tali obiettivi"(art. 3, comma 4-ter, n. 3, lett. b), d.l. 5/2009) e la definizione nel programma di rete delle "modalità di realizzazione dello scopo comune" (art. 3, comma 4-ter, n. 3, lett. c), d.l. 5/2009).

Al di là del diverso rilievo che l'innovazione presenta nelle reti d'impresa (finalistico) e nelle *start-up* innovative (strumentale), manca in queste ultime un'analogia apertura all'autonomia dei contraenti e difficilmente l'enunciazione dell'oggetto sociale, per la sua funzione programmatica, può prestarsi a sostanziare dettagliatamente le caratteristiche o il risultato dell'attività che s'intende intraprendere<sup>56</sup>. Anzi, a voler rappresentare sin troppo minuziosamente il contenuto dell'attività produttiva innovativa si correbbe il rischio di approssimare le frontiere della sua obsolescenza, specialmente in settori ove l'avvicendamento tecnologico è estremamente rapido.

In altri termini, l'eccesso di dettaglio potrebbe ingessare il programma imprenditoriale e farebbe altresì sorgere più di un lecito interrogativo sulla perdurante qualificabilità come *start-up* innovative di società il cui oggetto sociale sia stato colpito da una sopraggiunta "arretratezza"<sup>57</sup>.

---

reperibile sul sito <http://www.notariato.it>, p. 6 s.; G.D. MOSCO, *Frammenti ricostruttivi sul contratto di rete*, in *Giur. comm.*, 2010, I, p. 845 s.; M. GRANIERI, *Il contratto di rete: una soluzione in cerca del problema?*, in *Contr.*, 2009, p. 937 s.; C. SCOGNAMIGLIO, *Il contratto di rete: il problema della causa*, *ivi*, p. 962 ss.; P. IAMICELI, *Introduzione. Dalle reti di imprese ai contratti di rete: un percorso incompiuto*, in *Le reti di imprese e i contratti di rete*, a cura di P. Iamiceli, Torino, 2009, p. 23.

<sup>55</sup> Si rimarca incidentalmente la ridondanza del testo normativo nella misura in cui l'accrescimento della capacità innovativa è strumentale all'aumento della competitività dell'impresa e ne rappresenta solo una delle possibili modalità realizzative. In questo senso, v. anche M. GRANIERI, (nt. 54), p. 937, secondo il quale "la capacità innovativa è diretta o all'abbassamento dei costi, mediante innovazione di processo, o alla differenziazione dei prodotti (o dei servizi), che nel gergo degli aziendalisti sono sempre scelte strategiche dirette a ottenere o mantenere un vantaggio competitivo".

<sup>56</sup> Si può forse riproporre anche con riguardo alle *start-up* innovative la critica formulata in merito alle reti di imprese da C. SCOGNAMIGLIO, (nt. 54), p. 964, per il quale "il legislatore dell'art. 4-ter si esprime non in termini di *potenzialità* della capacità innovativa e della competitività sul mercato, bensì in termini di *attualità*: quasi che già l'indicazione degli obiettivi strategici e delle attività comuni poste a base della rete potesse recare già fin dall'origine iscritto in sé, indefettibilmente, il *raggiungimento di quei risultati*" (corsivi aggiunti). Utile per il discorso qui condotto risulta anche il seguente passaggio del medesimo A. in merito alla "*impossibilità di scrutinare tali requisiti*, declinati come attuali, in un contratto che si pone, pur sempre ed inevitabilmente, come un *progetto di attività*, destinato a proiettarsi nel futuro" (corsivi aggiunti).

<sup>57</sup> Nella differente prospettiva della valutazione sulle ripercussioni della mancanza originaria o sopravvenuta dei requisiti per poter accedere alla qualifica di *start-up* innovativa, deve dirsi che c'è una condivisibile convergenza circa la revoca dei benefici goduti e la responsabilità degli amministratori che hanno reso dichiarazioni non corrispondenti al vero: così M. MALTONI, P. SPADA, (nt. 48), p. 1115 s.; M. CIAN, (nt. 42), p. 417 s.; E. FREGONARA, (nt. 6), p. 46 s., la quale segnala inoltre un difetto di coordinamento tra gli artt. 25, sedicesimo comma, e 31, quarto comma, d.l. 179/2012 in merito alla cancellazione dalla sezione speciale del registro delle imprese in caso di perdita dei requisiti previsti; L. SALVATORE, (nt. 52), p. 98, 101.

Poche certezze si registrano, invece, sul piano della stabilità degli effetti derogatori di discipline sostanziali in presenza di usi distorti dello *status* di *start-up* innovativa: senza poter esporre più diffuse argomentazioni in proposito, sembra plausibile sostenere che la disciplina concorsuale ordinaria (art. 31, primo comma, d.l. 179/2012) tornerebbe ad applicarsi ogniqualvolta sia dimostrabile che il ricorso alla qualifica di *start-up* innovativa fosse inserito in una strategia fraudolenta, in coerenza con lo spirito repressivo delle manovre elusive ampiamente presente nella legge fallimentare.

Constatato, quindi, che l'oggetto sociale si dimostra una sede particolarmente inidonea per l'esplicitazione dell'innovatività nelle società qui esaminate, non si crede che tale difficoltà possa essere aggirata facendo ricorso alla "breve descrizione dell'attività svolta"<sup>58</sup> che il legale rappresentante della società è chiamato a rendere al registro delle imprese al momento dell'iscrizione nell'apposita sezione speciale (art. 25, dodicesimo comma, lett. d), d.l. 179/2012): tale dichiarazione, innanzitutto, non si può tradurre in un'illustrazione dell'oggetto sociale (tant'è che quest'ultimo è separatamente indicato: art. 25, dodicesimo comma, lett. c), d.l. cit.), ed è inoltre unicamente funzionale all'accesso al regime privilegiato concesso alle *start-up* innovative, cosicché non è suscettibile in alcuna maniera di riverberarsi sull'organizzazione societaria.

Si potrebbe comunque dire a questo punto che rispetto alla generica capacità innovativa delle reti d'impresa, l'innovazione delle *start-up* conosce una connotazione ulteriore su cui far leva per raggiungere una miglior comprensione del parametro in esame: l'art. 25, secondo comma, lett. f), d.l. cit., infatti, non prende in considerazione ogni possibile profilo innovativo, ma solo quello che conduce allo sviluppo, alla produzione ed alla commercializzazione "di prodotti o servizi innovativi ad *alto valore tecnologico*".

Nell'incertezza su come riempire di significato quest'espressione, si sarebbe potuto volgere lo sguardo al di fuori dei nostri confini per trarne ispirazione<sup>59</sup>, oppure attingere ad uno stratificato insieme di defi-

---

Circa il diritto societario, invece, il ricorso alle deroghe e l'inserimento delle clausole consentite dall'art. 26 d.l. 179/2012 dovrebbero essere considerati irreversibili, sebbene ciò crei più d'una disarmonia sistematica in relazione al fatto che l'iscrizione nell'apposita sezione speciale del registro delle imprese ha natura di pubblicità notizia e che non vi è alcuna esplicita previsione in merito all'efficacia sanante di tale adempimento (come invece, anche se contraddittoriamente, è previsto nell'art. 20, quarto comma, d.lgs. 96/2001 in materia di società tra avvocati, su cui si vedano: L. DE ANGELIS, *Le società tra avvocati: uno sguardo d'insieme*, in *Le società tra avvocati*, a cura di L. De Angelis, Milano, 2003, p. 57; O. CAGNASSO, *L'iscrizione nella sezione speciale e l'invalidità della società*, ivi, p. 135 ss., spec. 140 ss.; G. MARASÀ, *L'evoluzione del registro delle imprese e il regime pubblicitario delle società tra professionisti*, in *NDS*, 2013, n. 18, p. 11 s., 15). Questa conclusione sembra giustificata sia in ragione del generale arretramento nel diritto societario "comune" della tutela reale a favore di quella obbligatoria (massimamente in presenza di operazioni sul capitale ed in genere straordinarie), sia in virtù della stessa logica conservativa manifestata dalla legge nell'art. 31, terzo comma, d.l. cit.. Per altro verso, si è dell'opinione che quest'ultimo precetto "salvifico" non possa essere considerato insuperabile in presenza di situazioni patologiche conclamate (come nei casi di società che non svolgano attività innovative, che siano costituite ed attive da oltre 48 mesi, che distribuiscano utili, che non rispettino i parametri dell'art. 25, secondo comma, lett. h), nn. 1, 2 e 3, d.l. cit...), con la doverosa eccezione delle posizioni dei terzi e specialmente di quegli investitori che incolpevolmente abbiano fatto affidamento sulla veridicità della pubblicità. Cfr. anche le osservazioni parzialmente coincidenti di M. CIAN, *op. loc. ult. cit.*.

<sup>58</sup> È precisazione ovvia, ma nondimeno opportuna, che se la società non abbia ancora avviato la sua iniziativa imprenditoriale, il legale rappresentante non potrà, né dovrà pronunciarsi sull'attività "svolta".

<sup>59</sup> Come fa, ad esempio, M. CIAN, (nt. 42), p. 412 ss., traendo alcuni spunti dall'ordinamento francese (con la già ricordata *jeune entreprise innovante*) e, soprattutto, da quello spagnolo, nel quale si rinviene l'istituto della *joven empresa innovadora*. In riferimento a questa figura, introdotta con l'intento di farne la destinataria di uno statuto privilegiato, sembra opportuno evidenziare che la definizione presa a riferimento da quest'A. e recata dall'art. 36 della *ley* 5/2013 della *Comunidad Autónoma de la Región de Murcia* non presenta alcun carattere di originalità; essa, infatti, riproduce quasi letteralmente il testo della *disposición adicional tercera* della *ley* 14/2011 del governo centrale: "El Ministerio de Ciencia e Innovación otorgará la condición de joven empresa innovadora a aquella empresa que tenga una antigüedad inferior a 6 años y cumpla los siguientes requisitos: a) Que haya realizado unos gastos en investigación, desarrollo e innovación tecnológica que representen al menos el 15% de los gastos totales de la empresa durante los dos ejercicios anteriores, o en el ejercicio anterior cuando se trate de empresas de menos de dos años. b) Que el Ministerio de Ciencia e Innovación haya constatado, mediante una evaluación de expertos, en particular sobre la base de un plan de negocios, que la

nizioni istituzionali europee. Forse questa seconda opzione avrebbe potuto rivelarsi più agevole da percorrere ed anche suscettibile di creare un reticolo di norme di privilegio maggiormente sistematiche e meno avulse. Per giunta, a queste ultime definizioni si era già fatto ricorso in tempi recenti.

Ci si riferisce al d.m. 87/2008 (attuativo dell'art. 1, ottocentoquarantacinquesimo comma, l. 296/2006), volto all'istituzione di un regime di aiuto a favore delle attività di ricerca, sviluppo e innovazione. In special modo, l'art. 2 di questo regolamento descrive una serie di concetti e di istituti ("innovazione del processo" e "innovazione organizzativa": quarto comma, lett. *d*) e *e*), d.m. cit.; "nuova impresa innovatrice": quarto comma, lett. *l*), d.m. cit.) di sicuro rilievo anche in questa materia. Ciò non tanto perché un testo regolamentare<sup>60</sup> con finalità incentivanti possa essere considerato di per sé idoneo a proiettarsi anche sulla disciplina avente forza di legge delle *start-up* innovative, ma in quanto le sue definizioni sono tratte dalla comunicazione della Commissione europea 2006/C 323/01 concernente gli aiuti di stato a favore di ricerca, sviluppo e innovazione, che, a sua volta, nella sequenza dei richiami, ripropone i contenuti dell'*Oslo Manual* dell'OCSE/Eurostat in materia di misurazione delle attività scientifiche e tecnologiche<sup>61</sup>.

L'approdo così raggiunto, ad ogni modo, continua a non essere del tutto tranquillizzante per svariati motivi: 1) la funzione dichiarata dell'*Oslo Manual* è quella di fornire linee guida per la raccolta e l'interpretazione di dati sull'innovazione, quindi appare difficile piegare a fini prescrittivi le enunciazioni a carattere definitorio in esso presenti, e v'è traccia di tale difficoltà nel dettato della menzionata comunicazione della Commissione europea, la quale fa seguire a delle nozioni genericamente identificate in positivo, un nutrito elenco di eccezioni; 2) nell'ultima edizione dell'*Oslo Manual* - e conseguentemente anche nei testi normativi che vi fanno riferimento - è stato rimosso l'aggettivo "tecnologico" dalle defi-

---

empresa desarrollará, en un futuro previsible, productos, servicios o procesos tecnológicamente novedosos o sustancialmente mejorados con respecto al estado tecnológico actual del sector correspondiente, y que comporten riesgos tecnológicos o industriales". Al secondo *párrafo* di questa disposizione si fissa inoltre un termine di tre anni all'esecutivo per l'elaborazione di uno statuto della *joven empresa innovadora*: attraverso l'attribuzione di tale qualifica ad opera del ministero della scienza e dell'innovazione, si potrà così accedere al regime premiale quando sarà stato definito. Nell'attuale situazione di mancata attuazione della delega, la *comunidad autónoma* di Murcia ed anche altre *comunidades autónomas* hanno quindi variamente precorso i tempi introducendo delle previsioni agevolative per la *joven empresa innovadora*: tra le altre, v. artt. 2, par. 2, lett. *c*), e 23 *ley* 5/2013 della *Castilla y León*; art. 20 *ley* 10/2013 de *La Rioja*; art. 3 *ley* 5/2013 della *Galicia*.

<sup>60</sup> È appena il caso di segnalare che sul piano operativo i benefici previsti dal d.m. 87/2008 sono concessi su base individuale, mentre il regime delle *start-up* innovative ha un carattere generale ed astratto. Tuttavia, anche quest'ultimo non può sottrarsi a scrutinio in base al *corpus* normativo europeo sul divieto di aiuti di stato.

<sup>61</sup> Cfr. OCSE-EUROSTAT, *Oslo Manual. The measurement of scientific and technological activities. Guidelines for collecting and interpreting innovation data*<sup>3</sup>, Luxembourg, 2005, spec. p. 46 ss., sulle varie nozioni di innovazione ed a p. 58 ss., sulle imprese innovative. Sempre nell'ambito dei riferimenti a normativa tecnica, pare per altro verso da escludersi la possibilità di ricorrere alla classificazione ATECO elaborata dall'Istat per trarre qualche spunto interpretativo, in quanto, come si è riscontrato, l'innovatività è un predicato trasversale e non riconducibile esclusivamente ad una o altra delle categorie di attività lì enumerate.

Si interroga al riguardo della possibilità di ricondurre la nozione di innovazione nel d.l. 179/2012 nell'alveo della novità brevettuale M. CIAN, (nt. 42), p. 415 s., sostenendo che "la componente di indeterminatezza [...] si accrescerebbe enormemente". In proposito, da un lato, pare di poter accantonare un simile dubbio alla luce della maggiore vaghezza delle definizioni di innovazione nella comunicazione 2006/C 323/01, le quali travalicano ampiamente l'ambito di ciò che può essere oggetto di privative industriali; dall'altro, qualora fosse stato possibile fare ricorso all'arsenale concettuale ed all'elaborazione giurisprudenziale in materia di brevetti - e se ne dubita -, cioè, anziché incrementare l'indeterminatezza della nozione di innovazione tecnologica, avrebbe forse concorso a chiarirne meglio i contenuti.

nizioni per renderle più duttili rispetto alla realtà delle imprese operanti nel settore dei servizi<sup>62</sup>, con un correlato sbiadimento sul piano conoscitivo; 3) nell'*Oslo Manual* si individuano diversi tipi di innovazione (di processo, di prodotto, di organizzazione, di marketing...) rispetto ai quali si ammette tuttavia la sussistenza di aree grigie in cui è difficile distinguere un profilo innovativo dall'altro, potendoci anzi essere anche delle sovrapposizioni indiscernibili<sup>63</sup>; 4) rispetto ai diversi tipi di innovazione così specificati, a livello normativo non corrisponde un recepimento integrale, in quanto sia nella comunicazione 2006/C 323/01, sia nel d.m. 87/2008 si identificano soltanto l'*innovazione di processo* e quella *organizzativa*, cosicché resta scoperto proprio l'ambito attinente l'*innovazione (tecnologica) di prodotto*; 5) l'identificazione di imprese innovative nell'*Oslo Manual* è per forza di cose legata all'osservazione della loro attività in un certo lasso di tempo, quindi non può essere stabilita *a priori*<sup>64</sup>, viceversa nell'ottica dei provvedimenti europei ed italiani si deve stabilire la natura innovativa di una certa impresa (e non solo) in maniera prognostica al fine di concedere i benefici previsti e per quest'accertamento la disciplina regolamentare nostrana ha richiesto alternativamente la relazione di un *esperto esterno*, oppure che sia superata una soglia minima nel rapporto tra le *spese operative di ricerca e sviluppo*<sup>65</sup> e quelle totali (art. 2, quarto comma, lett. l), d.m. cit.).

Nella disciplina delle *start-up* innovative manca la prima di queste alternative, ossia una valutazione preventiva ed estrinseca all'impresa in merito alla sua innovatività: questo compito - come suggerito dalla stessa comunicazione e stabilito nel d.m. 87/2008 - avrebbe potuto essere affidato ad un privato<sup>66</sup> o anche ad un'entità pubblica<sup>67</sup>, ma non è stato così.

Si è piuttosto optato per l'adozione di *magic numbers*<sup>68</sup>, quali i rapporti di cui all'art. 25, secondo comma, lett. b), n. 1 e 2, d.l. 179/2012, da cui sembra altamente arbitrario poter desumere univocamente il ca-

<sup>62</sup> V. OCSE-EUROSTAT, (nt. 61), p. 17.

<sup>63</sup> Per alcuni chiarimenti, si consulti ancora OCSE-EUROSTAT, (nt. 61), p. 53 ss..

<sup>64</sup> Si veda nuovamente OCSE-EUROSTAT, (nt. 61), p. 58 s..

<sup>65</sup> A questo riguardo si può affermare che il testo regolamentare è tecnicamente più preciso rispetto a quello dell'art. 25, secondo comma, lett. h), n. 1, d.l. 179/2012, rispetto al quale ulteriori dubbi sono avanzati e condivisibilmente risolti da M. CIAN, (nt. 42), p. 414 s..

La comune ascendenza europea di questi parametri in altri ordinamenti di stati membri è riscontrabile, inoltre, in maniera pressoché testuale anche nelle già citate *disposición adicional tercera* della *ley 14/2011* spagnola e nell'art. 44-*sexies*-0, III, lett. a), *Code général des impôts* francese.

<sup>66</sup> Né ci sarebbe molto di cui sorprendersi, se solo si pensa al massiccio fenomeno di privatizzazione di delicati compiti di controllo e valutativi che si registra nei più disparati ambiti del diritto commerciale (e basti qui pensare ai molteplici ruoli che il professionista è chiamato a svolgere nell'ambito del concordato preventivo - artt. 160, secondo comma, 161, terzo comma, 182-*quinquies*, commi primo e quarto, 186-*bis*, secondo comma, lett. b), commi terzo e quinto, lett. a), l. fall. -, degli accordi di ristrutturazione dei debiti - art. 182-*bis*, commi primo, sesto e settimo, l. fall. - e nei piani di risanamento attestati - 67, secondo comma, lett. d), l. fall.).

<sup>67</sup> Considerate le necessarie competenze tecniche e l'ambito di incidenza della riforma, si sarebbe potuto pensare all'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi, che già si occupa di sostegno alle imprese innovative. Un organo centralizzato è stato però comunque istituito presso il Ministero dello Sviluppo Economico per la concessione di visti a cittadini extra-UE per l'ingresso in Italia al fine di costituire *start-up* innovative (v. [http://italiastartupvisa.mise.gov.it/pdf/linee\\_guida\\_ISV.pdf](http://italiastartupvisa.mise.gov.it/pdf/linee_guida_ISV.pdf)).

<sup>68</sup> Una precedente edizione dell'*Oslo Manual* ammonisce contro il ricorso a "numeri magici" nell'elaborazione di statistiche in merito alla proporzione tra imprese innovative e non: "One of the first steps when presenting the results of an innovation survey is to take the proportion of firms which are «innovating» as opposed to «non-innovating». This proportion threatens to become a «magic number» comparable to the percentage of GDP devoted to R&D". Con i dovuti adattamenti si crede di poter replicare l'avvertimento anche nel presente ambito normativo.

rattere innovativo di una certa impresa. Cosicché ci si persuade che la disciplina sulle *start-up* innovative consenta l'accesso ad una disciplina intensamente privilegiata senza che vi sia un efficace controllo preventivo (ed anche successivo)<sup>69</sup> e ciò potrebbe presentare taluni profili di attrito con il divieto di aiuti di stato.

Al di là di tutto ciò, resta il fatto che la prevalenza non è definita ricorrendo ad indici quantitativi, e si reputa che essi non possano essere recuperati interpretativamente<sup>70</sup>, dal momento che la disciplina sulle *start-up* innovative, pur essendo costellata da parametri numerici<sup>71</sup>, sul punto non aggiunge nulla.

Anche qui, la ricerca di qualche soluzione nell'ormai imperscrutabile trama del nostro ordinamento giuridico non restituisce lumi, ma ulteriori dubbi. Invero, una disposizione che impone l'indicazione nell'oggetto sociale dell'attività svolta prevalentemente si ritrova anche nell'art. 8, secondo comma, d.m. 34/2013, attuativo dell'art. 10, decimo comma, d.l. 183/2011, in materia di società tra professionisti. La norma regolamentare impone l'iscrizione di società tra professionisti multidisciplinari "presso l'albo o il registro dell'ordine o collegio professionale relativo all'attività individuata come prevalente nello statuto o nell'atto costitutivo".

Ancora una volta, nessuna precisazione su come debba essere intesa la prevalenza, ma se il problema in quella sede è di natura ordinistica e non sostanziale<sup>72</sup>, nel caso delle *start-up* innovative il problema è for-

---

<sup>69</sup> Dal momento che, come si è già avuto modo di constatare, l'art. 25, commi nono e quindicesimo, d.l. 179/2012 consente al legale rappresentante della *start-up* innovativa di autocertificare il possesso dei requisiti richiesti dalla legge e, d'altronde, il conservatore del registro delle imprese non appare munito dei poteri e della preparazione necessari per verificare il grado di innovazione tecnologica. Per parte sua, il notaio, secondo un'attendibile e condivisa opinione, "non [è] tenuto ad alcuno scrutinio circa la ricorrenza dei requisiti di novità e qualità tecnologica dell'attività di impresa che i fondatori intendono svolgere, se non nei limiti nei quali il buon senso comune induca a dubitare dei loro intenti" (così M. MALTONI, P. SPADA, (nt. 48), p. 1117).

<sup>70</sup> Sul punto non pare supportata da un aggancio sistematico sufficientemente saldo la pur suggestiva illazione di M. MALTONI, P. SPADA, *op. loc. ult. cit.*, che si richiamano al concetto di prevalenza introdotto nell'ambito della disciplina codicistica delle cooperative (artt. 2512 ss. c.c.). Invero, in quella sede il rispetto della condizione di prevalenza può anche non tradursi in alcun intervento formale sui contenuti dell'oggetto sociale, ma funge da vincolo eteronomo alla concreta operatività della società se si opta statutariamente di svolgere attività anche con terzi, conservando al contempo l'accesso ai benefici e privilegi che la legge riserva alle cooperative a mutualità prevalente (e v. artt. 2513 e 2521, secondo comma, c.c., nonché l'art. 223-*duodecies*, commi sesto e settimo, disp. att. c.c.). Inoltre, nelle cooperative il rapporto di prevalenza non si stabilisce tra diverse attività da esse svolte (l'attività può anche essere una sola), bensì in virtù della loro destinazione soggettiva, ossia, della prevalente partecipazione allo scambio mutualistico dei soci rispetto ai terzi.

<sup>71</sup> Assai nutriti anche per quanto riguarda gli incubatori certificati, e sul punto si vedano l'art. 25, commi quinto, sesto e settimo, d.l. 179/2012 ed il d.m. 22 febbraio 2013.

<sup>72</sup> Ossia, la s.t.p. multidisciplinare non cessa di essere tale poiché svolge prevalentemente un'attività professionale diversa da quella dichiarata nei suoi patti fondativi, ma è soltanto assoggettata al diverso ordine o collegio eventualmente competente. Ulteriori difficoltà potranno sorgere quando l'attività professionale in questione non sia esclusivo appannaggio di un certo ordine (e si può pensare, ad esempio, ai profili di contiguità tra l'attività di ingegnere e quella di geometra), e, soprattutto, in relazione alla misura stessa della prevalenza. Se essa può essere accertata in qualsiasi modo allo scopo di correggere in sede deontologica fenomeni di elusione di determinate - e più rigorose - prescrizioni ordinamentali attraverso un impiego distorto delle s.t.p., è più difficile dire quale tra i vari parametri utilizzabili sia da ritenere più attendibile. Forse, tra i tanti, la composizione dei ricavi dalle prestazioni professionali indicate come prevalenti (e di cui sarebbe opportuno tenere separata evidenza) si lascia preferire (differentemente da quanto cautamente suggerisce G. BERTOLOTTI, (nt. 33), p. 99 s., che propone di prendere a riferimento l'utile di bilancio, senza però considerare che l'utile potrebbe anche mancare o essere generato da attività accessorie di carattere non professionale, pur



se anche più serio, poiché la prevalenza dell'attività di sviluppo, produzione e commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico condiziona la stessa qualificabilità della società come tale.

Un altro dato si affaccia all'attenzione: nelle s.t.p. multidisciplinari il riferimento alla prevalenza presenta una sua logica - pur nella discutibilità della soluzione adottata - proprio in ragione della varietà delle attività professionali legate dall'esercizio collettivo in forma societaria; nelle *start-up* innovative, invece, sembra più frutto di un tuziorismo preoccupato di non circoscrivere ed irrigidire *eccessivamente* la loro dinamica imprenditoriale, fermo restando - come già sottolineato - che in ogni caso l'oggetto sociale ormai costituisce un ostacolo assai blando rispetto alla discrezionalità degli amministratori<sup>73</sup>.

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.

Di conseguenza, escluse altre soluzioni, la prevalenza non potrebbe che tradursi in una priorità "gerarchica" dichiarata documentalmente tra le attività programmate, il che peraltro risulta anche più congeniale alla logica di un controllo meramente formale realizzato al momento dell'iscrizione nell'apposita sezione speciale del registro delle imprese<sup>74</sup>. Questo comunque non toglie che in un secondo momento si possa accertare il mancato rispetto originario o il sopravvenuto superamento di tale soglia, e che tale risultato sia attingibile ricorrendo alle fonti di prova più disparate, anche se prevedibilmente collegate ad una valutazione qualitativa e, specialmente, quantitativa dei risultati economici dell'attività svolta<sup>75</sup>. L'esito di tale accertamento sarà presumibilmente la cancellazione dalla ricordata sezione speciale e la conseguente decadenza dai benefici (fiscali, previdenziali, giuslavoristici<sup>76</sup> e concorsuali) collegati, mentre per quanto riguarda le deroghe rispetto al diritto societario si ripropongono gli interrogativi già prima tratteggiati<sup>77</sup>.

Un frenetico inseguimento del "nuovo è bello" ha poi portato all'esclusione dalla cerchia delle *start-up* innovative delle società costituite mediante "fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda" (art. 25, secondo comma, lett. g), d.l. 179/2012). Si può facilmente immaginare che questo solco sia stato tracciato per non consentire ad operatori economici già esistenti di

---

sempre nella misura in cui la criticatissima formula dell'art. 10, quarto comma, lett. a), d.l. 183/2011 non le preclude).

<sup>73</sup> V. *supra*, sub nt. 33.

<sup>74</sup> Non è mancato chi abbia giustamente rilevato l'appesantimento recato al sistema della pubblicità d'impresa dall'istituzione dell'ennesima sezione speciale ed anche l'incoerenza rispetto alle finalità semplificatrici e pro-concorrenziali che accompagnano gli ultimi provvedimenti in materia economica: G. MARASÀ, (nt. 57), p. 13, secondo cui "l'introduzione di queste nuove sezioni non corrisponde ad alcun disegno coerente con la funzione di migliorare l'informazione del mercato ma apre la strada [...] a duplicazioni di adempimenti pubblicitari non solo del tutto inutili ma anche palesemente in contraddizione con quanto viene costantemente predicato in questi tempi, cioè che è essenziale per la competitività delle nostre imprese e per la loro stessa sopravvivenza sui mercati che gli adempimenti burocratici ad esse imposti siano semplificati, con riduzione dei relativi costi". Critico nei confronti della previsione della sezione speciale per le *start-up* innovative è anche A. CETRA, *La pubblicità di impresa*, in *Diritto commerciale*, a cura di M. Cian, I, Torino, 2013, p. 119.

<sup>75</sup> In questo senso, si riadatta, condividendola, la proposta interpretativa formulata con riguardo alle s.t.p. multidisciplinari da G. BERTOLOTTI, (nt. 33), p. 100.

<sup>76</sup> Resta comunque ferma l'efficacia dei contratti a tempo determinato stipulati dalla *start-up* innovativa sino alla scadenza del termine originariamente previsto (art. 31, quarto comma, primo periodo, d.l. 179/2012)

<sup>77</sup> V. *supra*, sub nt. 57.

trarre vantaggio dal poliedrico regime di privilegio temporaneamente accessibile per queste iniziative eludendo i requisiti prestabiliti.

Preso atto che anche l'aggiramento di tale divieto non si presenta particolarmente arduo<sup>78</sup>, meno agevole è trovare una giustificazione per la ricaduta di questa esclusione, la quale impedisce ai risparmiatori di allocare i propri investimenti selezionando liberamente in una gamma assai più ampia di iniziative tutte ugualmente innovative. Anzi, da quest'orizzonte sono state espunte proprio quelle imprese la cui storia ed il cui inserimento nel mercato avrebbero potuto contribuire alla formazione di una più consapevole scelta di investimento e, magari, anche ad alimentare un tiepido affidamento<sup>79</sup>.

---

<sup>78</sup> Ed invero sembra sia già stato in concreto superato in almeno un'operazione di *crowdfunding* realizzata secondo i dettami della disciplina nazionale, quella della Diaman Tech s.r.l. (si vedano i riferimenti indicati *infra* alla nt. 111 per ulteriore documentazione). Da quanto affermato in un'intervista dallo stesso amministratore delegato, si desume infatti che "Diaman Tech nasce come *spin off* del gruppo di consulenza Diaman per «scorporare la vendita di software dalle attività sottoposte alla vigilanza»" (v. M. PENNISI, *Cosa ci insegna la storia di Diaman Tech sull'equity crowdfunding*, 2014, disponibile sul sito <http://smartmoney.startupitalia.eu/>). Dall'intervista in questione, inoltre, si ricava che la maggior parte delle offerte (l'85% circa) proveniva da soggetti che erano già in contatto con la Diaman Tech s.r.l., mentre "gli altri sono tutti operatori finanziari che sono stati avvicinati e ingolositi con sconti successivi sull'acquisto dei software, il 90% per chi investiva almeno 1.500 euro". La vicenda offre due spunti di riflessione. Primo: se la porzione largamente prevalente di offerte proviene da soggetti che erano già in contatto con la emittente, sarebbe forse stato possibile coinvolgerli nell'aumento di capitale mediante trattative private. Secondo: bisogna sottolineare la peculiarità di quest'operazione di *equity crowdfunding*, la quale ha raggiunto il successo grazie al ricorso ad una tecnica (gli sconti sul prodotto) tipica del *reward-based crowdfunding*, e forse proprio quest'ultima modalità avrebbe potuto rappresentare un'ipotesi alternativa più diretta ed economica rispetto agli obiettivi prefissati.

<sup>79</sup> Da altro punto di vista, la volontà di proteggere i soci di *start-up* innovative sovraindebitate e di consentire loro di intraprendere nuove iniziative imprenditoriali senza risentire degli effetti negativi di crisi pregresse sembra essersi spinta troppo oltre rendendo inaccessibili (se non all'autorità giudiziaria ed a quelle di vigilanza) le informazioni su di loro risultanti dal registro delle imprese "decorsi dodici mesi dall'iscrizione nel registro delle imprese del decreto di apertura della liquidazione della *start-up* innovativa adottato a norma dell'articolo 14-*quinquies* della legge 27 gennaio 2012, n. 3" (art. 31, secondo comma, d.l. 179/2012). Paradossale è poi l'estensione di questa norma ai titolari di "cariche o qualifiche" nella società, purché soci. Non si vede, infatti, perché le notizie concernenti un ex amministratore, un ex sindaco, un ex direttore generale, un ex institore o una qualsiasi altra figura non appartenente alla compagine sociale debbano continuare ad essere pubblicate, mentre quelle relative ad un socio che abbia ricoperto i medesimi incarichi non lo sono: se ciò che conta è l'influenza esercitata sulla conduzione dell'attività sociale, è indifferente che tale influenza sia stata praticata in una certa veste, anziché in un'altra. Tutto ciò circoscrive restringe ulteriormente ed in maniera scomposta l'orizzonte informativo cui la potenziale platea di investitori può attingere: non solo si trovano di fronte a società prive di passato, ma anche a soci il cui curriculum può presentarsi immacolato perfino in presenza di reiterati insuccessi.

Certamente, le più recenti riforme delle procedure concorsuali hanno fatto tramontare l'epoca della "pietra del vituperio" (su cui si vedano la vivace ricostruzione storica e le riflessioni di G.B. PORTALE, *Dalla «pietra del vituperio» alle nuove concezioni del fallimento e delle altre procedure concorsuali*, in *Studi per Franco di Sabato*, II, Napoli, 2009, p. 749 ss.), ma l'antitetico omaggio dell'anello di Gige ai soci di *start-up* innovative pone le premesse per pericolosi abusi di questa normativa privilegiata, oltre a creare plurime sperequazioni dentro e fuori la disciplina di queste società. L'introduzione di questa nuova forma di "segreto", inoltre, sembra da un lato accompagnarsi ad un'inconfessata concezione negativa delle nuove procedure per la composizione delle crisi da sovraindebitamento, quasi che al ricorso alle stesse si possa associare il medesimo stigma sociale derivante dall'assoggettamento a fallimento (ed allora non si capisce perché assoggettare le *start-up* innovative solo ad esse); dall'altro, l'automaticità della sua concessione alle *start-up* innovative, mal si concilia con la logica della l. 3/2012, nella quale, ad esempio, l'ottenimento di un altro beneficio assai significativo,

Una fatale confusione tra “nuovo” ed “innovativo” ha così segnato il limite dell’accesso all’*equity-based crowdfunding* da parte di imprese già esistenti e, per una singolare eterogeneità dei fini, ai piccoli investitori è stata riservata la fetta meno appetibile del mercato del finanziamento dell’innovazione.

Non si nutre pertanto neanche particolare fiducia sul fatto che questa forma di *crowdfunding* possa rappresentare un rimedio alla diffusa e cronica sottocapitalizzazione nostrana<sup>80</sup>, peraltro fomentata dalla previsione di s.r.l. *start-up* innovative con capitale anche di un solo euro<sup>81</sup>. Quale valida motivazione potrebbe infatti indurre una folla di investitori a conferire somme anche modeste in una iniziativa nella quale gli stessi fondatori hanno inteso di rischiare soltanto un obolo...neanche si trattasse del leggendario *cent* di zio Paperone!

quale l’esdebitazione, è legato ad una previa valutazione della condotta del debitore interessato (art. 14-terdecies, secondo comma, l. 3/2012). Critico circa la scelta del legislatore è anche A. MUNARI, *Impresa e capitale sociale nel nuovo diritto della crisi*, Torino, 2013, p. 83, che scrive: “Così facendo però si finisce per dimostrare - in maniera forse troppo poco equilibrata - un incondizionato *favor* per il *fresh start* con buona pace delle esigenze di trasparenza”.

<sup>80</sup> Anche tale apodittica convinzione è espressa nella relazione d’accompagnamento al d.l. cit. ed è acriticamente riproposta da E. FREGONARA, (nt. 6), p. 84 s..

<sup>81</sup> Alla luce dei dati statistici (aggiornati al 23 giugno 2014) appare che il ricorso al modello della s.r.l.s. per dar vita ad una *start-up* innovativa sia piuttosto limitato ed invero consta che su un totale di 2140 s.r.l. *start-up* innovative ne esistano soltanto 197 “semplificate”. Varie ragioni possono essere addotte per spiegare questo fenomeno.

In primo luogo, è possibile accedere a benefici fiscali notevolmente più sostanziosi già solo attraverso l’ottenimento della qualifica di *start-up* innovativa senza neanche dover adottare lo scadente atto costitutivo standard predisposto con il d.m. 138/2012. Tacendo degli ondivaghi orientamenti ministeriali in merito all’inderogabilità di questo modello e ad ogni altra sua criticità, ci si limita in questa sede a riferire che in una discutibile nota interpretativa del Ministero della Giustizia - n. 118972.U dell’11 settembre 2013, integrata con comunicazione del 13 settembre 2013 - si sostiene che le clausole n. 4 e 5 dell’atto in questione devono ritenersi soppresse per effetto delle modifiche alla disciplina della s.r.l.s. apportate dal d.l. 76/2013: sul punto si rinvia comunque alle riflessioni di A. BARTOLACELLI, (nt. 52), p. 31 ss.. In secondo luogo, qualora si volesse accedere ad un’operazione di *equity crowdfunding*, “si erge un insuperabile ostacolo [...] derivante dalla necessità di riconoscere al sottoscrittore un diritto di co-vendita o di recesso per il caso di trasferimento del controllo” (art. 24, primo comma, lett. a), reg. equity c.f.), come giustamente segnalato da I. CAPELLI, *L’equity based crowdfunding e i diritti del socio*, relazione presentata al convegno “L’impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi”, cit., p. 5. In terzo luogo, quand’anche si ritenesse di poter apportare degli adattamenti all’atto costitutivo standard in funzione della specialità della disciplina del d.l. 179/2012, si presenta un’ulteriore difficoltà: la s.r.l.s. che intenda realizzare un’operazione di *equity crowdfunding* dovrebbe fronteggiare per intero tutte le spese legate all’imprescindibile delibera di aumento del capitale; non solo, questa delibera non potrebbe fissare l’ammontare del capitale sociale oltre i 9.999,99 euro, per non provocare la decadenza dai benefici previsti dall’art. 2463-bis, terzo comma, c.c. (sebbene si possa immaginare - e concretamente è già accaduto, anche se non in una s.r.l.s. - che ai terzi sottoscrittori sia richiesto di effettuare sostanziosi apporti a titolo di sovrapprezzo).

Pare così una conclusione obbligata quella secondo cui l’opzione per le s.r.l.s. *start-up* innovative implicitamente conduca alla nascita di società “chiuse” rispetto all’accesso al finanziamento possibile per tutte le altre *start-up* innovative. Perciò, pur condividendo l’opinione di M. MALTONI, P. SPADA, (nt. 48), p. 1122, e di G. PRESTI, M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*<sup>6</sup>, II, Bologna, 2013, p. 251, secondo cui “nulla sembra precludere che una s.r.l.s. sia qualificabile anche come *start up*”, bisogna aggiungere che il cumulo di queste qualifiche non consente allo stato attuale di sfruttare appieno le potenzialità della seconda.

Infine, se proprio si volesse ricorrere all’investimento dei terzi senza vincolare nel capitale sociale risorse proprie, resta comunque praticabile l’alternativa rappresentata dall’impiego della s.r.l. “tradizionale” con capitale fino ad 1 € (art. 2463, quarto comma, c.c.).

Così incrementata la naturale rischiosità dell'investimento, la legge si è spinta oltre deprimendone anche la prospettiva di remunerazione, come risulta dal divieto quadriennale di distribuzione degli utili (art. 25, secondo comma, lett. *g*), d.l. cit.). Al riguardo, si dubita della bontà di una scelta paternalistica che, calandosi su una miriade di possibili scenari differenti, fissa un identico ciclo di autofinanziamento "coattivo", anche in presenza del raggiungimento di obiettivi o del verificarsi di situazioni esterne che potrebbero tranquillamente consentire la ripartizione dei risultati positivi dell'attività. Sarebbe stato forse possibile lasciare aperto uno spiraglio all'autonomia privata - così come fatto con le clausole di recesso e co-vendita di cui all'art. 24, primo comma, lett. *a*), reg. equity c.f. - consentendo di individuare degli eventi il cui verificarsi avrebbe permesso la divisione degli utili, ma si è preferita una logica di tutela rigida, la quale comunque tralascia la possibilità di distribuzioni indirette di utili<sup>82</sup>.

Alcune ulteriori considerazioni critiche possono essere formulate con riguardo alla mancanza nel d.l. 179/2012 di una visione generale degli istituti giuridici del diritto societario e di senso della realtà.

Implicitamente identificando nella s.r.l. il veicolo d'elezione<sup>83</sup> per lo svolgimento di attività ad elevato tenore d'innovazione, il decreto in parola ne fa oggetto di un nutrito complesso di norme di privilegio; esse, per quanto qui interessa, ampliano gli strumenti di raccolta dei capitali delle s.r.l. attraverso: 1) la facoltà di creare e determinare liberamente il contenuto di varie "categorie di quote" fornite di diritti diversi, prive di diritto di voto, a voto diversamente "carato", o a voto limitato/condizionato (art. 26, commi 2 e 3, d.l. cit.)<sup>84</sup>; 2) la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi sulla falsariga di quanto previsto dall'art. 2346, ult. comma, c.c.<sup>85</sup> (art. 26, settimo comma, d.l. cit.).

In generale, si assiste ad una pedissequa trasposizione delle regole sui mezzi di reperimento della provvista finanziaria (e non solo) della s.p.a. nella s.r.l., con in più la possibilità che tale ibridazione possa ir-

---

<sup>82</sup> Contemplata invece frequentemente nella plethorica legislazione speciale in tema di enti *nonprofit*: ex plurimis, v. art. 10, primo comma, lett. *d*), d.lgs. 460/1997; art. 3, secondo comma, d.lgs. 155/2006.

<sup>83</sup> La precipua attenzione dedicata a questo tipo dal legislatore ha già fatto pronunciare più autori in questo senso (A. BARTOLACELLI, (nt. 52), p. 5; G. PRESTI, M. RESCIGNO, (nt. 81), p. 215; G. MARASÀ, (nt. 43), p. 1087), e pure i dati ricavabili dall'elenco pubblicato su internet dalle camere di commercio testimoniano la netta preferenza accordata nella pratica alla s.r.l.: infatti, su 2221 *start-up* innovative iscritte al 26 giugno 2014, 2143 sono s.r.l. (di cui 3 consortili), mentre 40 sono s.p.a., 37 sono società cooperative e vi è perfino una società semplice, la quale non rientra neppure tra i soggetti legittimati ad ottenere la qualifica di *start-up* innovativa (art. 25, secondo comma, d.l. 179/2012).

<sup>84</sup> Per una rassegna di interrogativi sui limiti all'autonomia statutaria in quest'ambito, v. M. MALTONI, P. SPADA, (nt. 48), p. 1122 ss.; E. FREGONARA, (nt. 6), p. 76 ss.; L. SALVATORE, (nt. 52), p. 103 ss..

<sup>85</sup> Per un'evidente difetto di coordinamento nell'art. 26, settimo comma, d.l. 179/2012 questa facoltà di emissione è riferita a *tutte* le società che possono assumere la veste di *start-up* innovativa (s.p.a., s.r.l., s.a.p.a., società cooperative e SE) ed anche a tutti gli incubatori certificati (art. 25, quinto comma, d.l.), mentre gli strumenti finanziari emessi non possono incorporare i diritti amministrativi che consentano la partecipazione alle sole decisioni dei soci ai sensi degli articoli 2479 e 2479-bis c.c.. Se, invero, per le società azionarie non era necessario prevedere questa facoltà di emissione, essendo già abilitate da apposite previsioni codicistiche, il rinvio di portata generale alle materie di cui agli artt. 2479 e 2479-bis c.c. resta comunque inopportuno e fuorviante di confusione, considerata la diversa e più rigida ripartizione delle competenze organiche in questi tipi societari rispetto alla s.r.l.. Interpretativamente, si può forse prevenire l'emersione di alcuni risultati aberranti attraverso la conclusione che il riferimento alle disposizioni del codice civile valga esclusivamente per le s.r.l. *start-up* innovative, mentre per le società azionarie e le società cooperative a base azionaria continui a trovare applicazione la sparpagliata disciplina comune sugli strumenti finanziari partecipativi e di debito (così anche, per tutti, M. MALTONI, P. SPADA, (nt. 48), p. 1130). Per altri rilievi, v. *infra*, nt. 87.

reversibilmente consolidarsi trascorso il termine di durata della qualifica di *start-up* innovativa (art. 31, quarto comma, c.c.).

Non è azzardato pronosticare che difficilmente una piccola s.r.l. in fase di crescita farà uso di questa panoplia di strumenti, anche per non andare incontro alla conseguente complicazione del governo societario e dei rapporti interni ad una compagine caratterizzata da posizioni troppo eterogenee<sup>86</sup>, nell'ambito della quale, peraltro, i soci *uti singuli* godrebbero del penetrante diritto di informazione riconosciuto dall'art. 2476, secondo comma, c.c.<sup>87</sup>. Va aggiunto che il sistema normativo della s.r.l., in ciò

---

<sup>86</sup> Si rinvia ai rilievi svolti *supra*, *sub* par. 2, nt. 19 e testo corrispondente. Molteplici critiche e proposte correttive sono state trasmesse alla CONSOB dai soggetti che hanno partecipato al procedimento di elaborazione del reg. equity c.f. e per una sintesi, v. CONSOB, *Regolamento in materia di "raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line" - Esiti della consultazione*, 2013, p. 4, 49 s., leggibile sul sito <http://www.consob.it>. In particolare, non sembra possibile - come pure è stato suggerito da più parti - che per evitare appesantimenti del governo societario siano costituite delle apposite società-veicolo che a loro volta procederebbero alla raccolta dei conferimenti degli investitori e parteciperebbero in rappresentanza di costoro nella *start-up* innovativa: il ricorso all'*equity crowdfunding* è consentito *esclusivamente* a *start-up* innovative e per la realizzabilità della proposta avanzata alla CONSOB sarebbe necessaria una modifica alla normativa primaria (artt. 1, commi 5-*novies* e 5-*decies*, 50-*quinquies* e 100-*ter* t.u.f., inseriti dall'art. 30 d.l. 179/2012).

<sup>87</sup> Potrebbe facilmente verificarsi che un concorrente della società che ricorre all'*equity-based crowdfunding* desideri accedere alle sue informazioni riservate (anche attraverso un prestanome) e decida pertanto di effettuare un minimo conferimento durante la campagna per poi potersi avvalere delle facoltà previste dall'art. 2476, secondo comma, c.c. e venire a conoscenza - a buon mercato - di quanto di suo interesse. Ad una simile situazione critica, il cui rischio è certamente accentuato nelle *start-up* innovative, dottrina e giurisprudenza non forniscono però risposte univoche, essendo ancora alla ricerca dei limiti estrinseci che potrebbe incontrare l'esercizio del diritto di informazione nelle s.r.l.. Sul punto, per un rappresentativo campione ed ulteriori riferimenti, cfr. M.G. PAOLUCCI, *Commento all'art. 2476 c.c.*, in *Società a responsabilità limitata*, (nt. 52), p. 480 ss.; G. PRESTI, *Il diritto di controllo dei soci non amministratori*, in *Commentario dedicato a Portale*, Milano, 2011, p. 656 ss.; A. ANGELILLIS [e G. SANDRELLI], *Commento all'art. 2476 c.c.*, in *Commentario Marchetti*, Milano, 2008, p. 706 ss.; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, II, in *Commentario Schlesinger*, Milano, 2010, p. 1110 ss.; R. GUIDOTTI, *I diritti di controllo del socio nella s.r.l.*, Milano, 2007, p. 152 ss., 160 s., nt. 110 (ove un disamina della liceità del diniego di accesso ad informazioni su invenzioni non ancora brevettate); C. MONTAGNANI, *Informazione e controlli nelle nuove società a responsabilità limitata*, Padova (Piccin), 2007, p. 238 ss.; G.M. BUTA, *I diritti di controllo del socio di s.r.l.*, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, III, Torino, 2007, p. 608 ss., in cui anche ampi ragguagli sull'ordinamento tedesco, ove il diritto di informazione del socio di s.r.l. conosce una regolamentazione e limiti più puntuali; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato Cottino*, V, 1, Padova, 2007, p. 255; M. RICCI, *I controlli individuali del socio non amministratore di società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p. 136 s., con speciale riguardo alle informazioni segrete *ex* artt. 98 e 99 c.p.i. (ed a queste andrebbero aggiunte le privative di cui si è discusso *supra*, *sub* nt. 51). In dottrina è peraltro minoritario l'orientamento che sostiene la derogabilità della previsione codicistica (R. GUIDOTTI, *I diritti di controllo*, in *La nuova società a responsabilità limitata*, a cura di M. Bione, R. Guidotti e E. Pederzini, Padova, 2012, p. 355 ss., e, *amplius*, ID., *I diritti di controllo del socio*, (nt. 87), p. 104 ss.; N. ABRIANI, *Controllo individuale del socio e autonomia contrattuale nella società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 162 ss.; ID., *Controlli e autonomia statutaria: attenuare l'"audit" per abbassare la "voice"*, in *A.G.E.*, 2003, p. 345 ss.; alcune aperture anche in M.G. PAOLUCCI, (nt. 87), p. 492 ss., anche se con molta cautela; C. MONTAGNANI, *Informazione*, (nt. 87), p. 247 ss.; M. PERRINO, *Il controllo individuale del socio di società di capitali: fra funzione e diritto*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 665) e ciò rende ancor più problematica la situazione delle s.r.l. *start-up* innovative che accedano al *crowdfunding*. Pure l'esplicitazione dell'obbligo di riservatezza gravante sul socio (e che la dottrina pressoché unanime ritiene comunque sussistente) non accompagnata dalla fissazione di clausole penali, o anche l'introduzione di divieti di concorrenza e di apposite cause facoltative di esclusione potrebbero rappresenta-

del tutto immutato, presenta una strutturazione piuttosto complessa della vicenda circolatoria delle quote di partecipazione (art. 2470 c.c.), la quale già di per sé pone uno dei maggiori fattori di illiquidità dell'investimento in ragione della difficoltà di creare un mercato secondario<sup>88</sup>. Non solo, la disciplina codicistica non offre neppure una chiara e rigida strutturazione organica della società stessa, rinvenibile invece nelle s.p.a., il che aggrava ancora di più le tensioni interne cui si può andare incontro nel fare appello alla folla<sup>89</sup>.

Anche il pietoso tentativo di riesumare gli strumenti finanziari partecipativi - che fin dal 2003 si sono limitati ad osservare la realtà delle società dalle fittissime pagine che la dottrina ha loro dedicato<sup>90</sup> - non pare destinato a miglior sorte. Guardando, infatti, alle s.p.a., dal complesso delle disposizioni primarie (specialmente gli artt. 1, comma 5-*novies* e 100-*ter* t.u.f.) e secondarie (artt. 15, primo comma, lett. *a*), e 24, primo comma, lett. *a*), reg. equity c.f.), si direbbe che la disciplina è quasi esclusivamente tarata sull'offerta di azioni, nondimeno sembra che non vi siano preclusioni alla possibilità di utilizzare l'*equity crowdfunding* per emettere strumenti finanziari caratterizzati nel senso della partecipatività. Naturalmente, ciò lascia del tutto impregiudicate le numerose difficoltà ricostruttive ed applicative di questi strumenti, che ne hanno in sostanza decretato l'insuccesso. Nelle s.r.l. start-up innovative, poi, solo le *quote* di partecipazione al capitale "possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali" (art. 26, quinto comma, d.l. cit.)<sup>91</sup>.

re rimedi in concreto poco efficaci di fronte all'ampiezza del diritto di informazione ed alla difficoltà della sua sindacabilità nel merito (v. nuovamente C. MONTAGNANI, *Informazione*, (nt. 87), p. 244 e, con il consueto acume in merito alla difficoltosa determinazione di cause di esclusione ed ai rischi che dall'esclusione del socio possono derivare per la società stessa, p. 253 s.).

In giurisprudenza, può da ultimo rivestire qualche interesse ai fini del problema qui sollevato Trib. Milano (ord.), 22 luglio 2012, in <http://www.giurisprudenzadelleimprese.it>, in cui si argomenta che "il diritto alla consultazione della documentazione sociale e alla estrazione di copia possa trovare specifica limitazione - attraverso l'accorgimento del mascheramento preventivo dei «dati sensibili» presenti nella documentazione, quali, ad esempio, i dati relativi ai nominativi di clienti e fornitori - laddove alle esigenze di controllo «individuale» della gestione sociale - cui è preordinato il diritto del socio *ex* art. 2476 c.c. secondo comma - si contrappongano non pretestuose esigenze di riservatezza fatte valere dalla società".

<sup>88</sup> Come condivisibilmente opina P. ALVISI, (nt. 6), p. 6 s., anche se, per vero, la logica in cui si muove il legislatore primario e secondario sembra essere quella di un investimento immobilizzato nel quale le aspettative economiche dei soci "esterni" sono tutelate con meccanismi di disinvestimento (recesso, co-vendita) diversi dalla vendita. A determinare la staticità dell'investimento, inoltre, concorrono significativamente i benefici tributari introdotti dall'art. 29 d.l. 179/2012, il cui ottenimento è possibile solo conservando le partecipazioni ottenute per due anni.

Più in generale, l'investitore dev'essere avvertito contro il rischio di illiquidità ai sensi dell'art. 15, primo comma, lett. *b*), reg. equity c.f. e tale pericolo è tra i più gravi tra quelli evidenziati dall'ESMA, (nt. 6), punti 27 ss., e dalla IOSCO, (nt. 6), p. 23 ss., oltre a quello di frodi, di fallimento dei progetti, di diluizione degli investimenti, di fallimento della piattaforma (o di chiusura del suo sito) e di attacchi informatici.

<sup>89</sup> Un cenno sulla possibile applicazione del meccanismo delle assemblee speciali si può leggere in E. FREGONARA, (nt. 6), p. 75 s., la quale ripropone un'intuizione già presente in M. MALTONI, P. SPADA, (nt. 48), p. 1124 s., 1128.

<sup>90</sup> Lo scetticismo su questo istituto è condiviso anche da A. BARTOLACELLI, (nt. 52), p. 6, nt. 11, che già in altra opera (*La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, Milano, 2012, p. 313), all'esito di un impegnativo percorso ricostruttivo, scriveva: "Se l'intento del legislatore delegante era di provvedere ad un ampliamento delle forme di finanziamento della società, si può dire che il risultato è stato attinto se non unicamente, perlomeno *principalmente sul solo piano teorico*" (corsivo aggiunto).

<sup>91</sup> Quindi a tali strumenti, se mai saranno usati, è riservata una funzione di raccolta di risorse attraverso trattative individuali tra i soci esistenti e, più in generale, presso altri soggetti già in contatto con la società: certo

La sensazione, a quest'ultimo riguardo, è che si sia consumato un capovolgimento sul piano della logica e della coerenza sistematica. Basta soffermarsi a considerare che in virtù dell'angusto spiraglio aperto a favore dell'appello al mercato dei capitali (di credito) con l'art. 2483 c.c., alle s.r.l. ordinarie è consentita soltanto l'emissione di titoli di debito, la cui sottoscrizione è riservata ad "investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale", i quali dovrebbero poi garantire la solvenza dell'emittente presso gli acquirenti non professionali (secondo un meccanismo la cui operatività è risultata assai problematica per tutti gli interpreti). Nelle s.r.l. *start-up* innovative, invece, vi è un'ampia libertà di emissione di titoli par-

non potranno essere oggetto di emissioni in massa spersonalizzate. Alternativamente, come attestato anche dalla relazione d'accompagnamento al decreto, sarà possibile usarli per integrare particolari forme di *remunerazione accessoria* di amministratori, dipendenti o collaboratori continuativi (art. 27 d.l. cit. e sul punto v. ASSONIME, (nt. 21), p. 794 s.), similmente a quanto già previsto dall'art. 2349 c.c..

Alla luce di tutto ciò si può adombrare il sospetto che, rapidamente evaporato l'entusiasmo iniziale, anche il legislatore guardi ormai con una certa dose di sfiducia agli strumenti finanziari partecipativi, ritagliando per essi dei ruoli di "nicchia". Va tuttavia evidenziato che questa opzione normativa sembra divergere dall'istanza di facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese al mercato dei capitali di rischio (anche attraverso strumenti di *mezzanine financing*) ed al microcredito, prescelta quale obiettivo politico dalla UE (a partire dal c.d. *Small Business Act*, COM(2008) 394, riesaminato con la comunicazione COM(2011) 78, ulteriormente dettagliato per quanto riguarda l'accesso delle p.m.i. a canali di finanziamento alternativo nella comunicazione COM(2011) 870, e confermato, *inter alia*, anche dalla recente comunicazione COM(2012) 795, contenente il piano d'azione *Entrepreneurship 2020*).

A quanto detto si può aggiungere che per effetto della previsione del menzionato art. 27, nelle cooperative *start-up* innovative si presenta un inedito problema di ricostruzione del raccordo tra la legge speciale ed i già oscuri confini della fattispecie degli strumenti finanziari in quelle società, che richiederà di adattare interpretativamente l'art. 2545-*quinquies* c.c. al genere di emissioni "remunerative" contemplate nel d.l. cit.. Le peculiari difficoltà di individuazione appena ricordate sono solo in minima parte risolte dall'art. 11, comma 3-*bis*, d.l. 145/2013; il testo di quest'articolo, discutibilmente formulato come norma di interpretazione autentica (come frequentemente avviene nell'ambito della più recente legislazione in materia di cooperative, a testimonianza del livello di oscurità raggiunto in quel settore), recita: "Il quarto comma dell'articolo 2526 del codice civile si interpreta nel senso che, nelle cooperative cui si applicano le norme sulle società a responsabilità limitata, il limite all'emissione di strumenti finanziari si riferisce esclusivamente ai titoli di debito". Anche se quest'enunciato è ben lontano dal precludere ogni margine di incertezza, la norma sembra implicitamente consentire alle cooperative - s.r.l. l'emissione (senz'alcun limite) di strumenti finanziari diversi, eventualmente anche dalla natura azionaria (tra le ipotesi tipiche, si pensi alle azioni di sovvenzione o di partecipazione cooperativa: artt. 4 e 5 l. 59/1992). Per le cooperative - s.r.l. che assumano la veste di *start-up* innovative, ciò consentirà senz'altro di superare l'inderogabile gradimento degli amministratori di fonte legale associato alle sole partecipazioni dei soci cooperatori (art. 2530 c.c.), accogliendo un orientamento dottrinale (per vero minoritario) favorevole all'emissione di titoli azionari da parte di queste cooperative, per cui cfr. E. BELLI, S. DI GENNARO, *I soci finanziatori*, in *La cooperativa - s.r.l. tra legge e autonomia statutaria*, a cura di E. Cusa, Padova, 2008, p. 113 ss.; L. CALVOSA, *La circolazione della partecipazione cooperativa*, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, IV, (nt. 87), p. 879 ss.; G. BONFANTE, *Commento all'art. 2526 c.c.*, in *Commentario Cottino e altri*, III, Bologna, 2004, p. 2492 s.. *Contra*, tra gli altri, S. PATRIARCA, *I titoli di debito*, in *La cooperativa - s.r.l.*, (nt. 91), p. 124 ss.; A. BARTALENA, *Commento all'art. 2519 c.c.*, in *Commentario Marchetti*, Milano, 2007, p. 105 ss.; M. LAMANDINI, *Commento all'art. 2526 c.c.*, ivi, p. 206 s.; M. RESCIGNO, *Strumenti finanziari emessi da società cooperative*, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, (nt. 91), p. 941 ss.; E. CUSA, *Il socio finanziatore nelle cooperative*, Milano, 2006, p. 44 ss.; G. PRESTI, *Gli strumenti finanziari delle società cooperative*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, III, 3, Milano, 2005, p. 3524 ss..

tecipativi, eppure la platea dei risparmiatori può essere sollecitata attraverso i “portali” soltanto a sottoscrivere quote di partecipazione alla società<sup>92</sup>.

Gli stessi soggetti che nel codice civile sono stati circondati di ampie cautele nei confronti di titoli (di norma) incorporanti un obbligo di restituzione del finanziamento, nel d.l. 179/2012 sono considerati alla stregua di esperti investitori, ma solo per la partecipazione al capitale delle s.r.l., per definizione esposta al rischio - per giunta elevato - dell'attività d'impresa. Di fronte al lunatico atteggiamento paternalista del legislatore, resta così inspiegabilmente preclusa ogni altra possibile forma di (micro)investimento mediante portali informatici.

Valutando, infine, il complesso sforzo di “finanziarizzazione” della s.r.l. in rapporto al modesto risultato raggiunto con l'art. 26, quinto comma, d.l. cit., viene spontaneo interrogarsi se non sarebbe stato preferibile limitarsi ad intervenire sulla disciplina del capitale legale minimo della s.p.a. introducendo soglie più basse compatibilmente con la normativa europea<sup>93</sup>, senza stravolgere l'assetto della s.r.l., già vittima di reiterati e contraddittori mutamenti normativi.

---

<sup>92</sup> Così anche M. MALTONI, P. SPADA, (nt. 48), p. 1130, sebbene in un'ottica per la quale gli strumenti finanziari partecipativi sarebbero funzionali soltanto alla provvista di capitale di credito (e dovrebbero pertanto essere assoggettati alla disciplina dell'art. 2483 c.c., se emessi da s.r.l.); E. FREGONARA, (nt. 6), p. 83 s.; L. ENRIQUES, *La disciplina italiana uccide il crowdfunding nella culla?*, in *Crowd future*, (nt. 45), p. 73. Diversamente, ASSONIME, (nt. 21), p. 804, 807, ammette l'offerta di strumenti finanziari di carattere partecipativo anche da parte di s.r.l., qualora abbiano natura di “strumenti di rischio” sulla scorta di una lettura estensiva della disciplina del t.u.f. non supportata, però, dalle stesse previsioni del d.l. 179/2012, e specialmente dal suo art. 26, quinto comma. In senso contrario, infine, I. CAPELLI, (nt. 81), p. 24, testo e nt. 63.

<sup>93</sup> Il provocatorio interrogativo formulato nel testo è stato peraltro recentemente superato dall'abbattimento del capitale minimo delle s.p.a. a 50.000 euro (art. 20, comma 7, d.l. 91/2014), risultando così soltanto doppio rispetto alla soglia fissata dall'art. 6, par. 1, dir. 2012/30/UE. È appena il caso di precisare che quanto detto non implica in nessun modo accettazione della demagogica battaglia contro il capitale sociale e le sue soglie legali minime nella quale il legislatore si è impegnato da qualche anno. Sul piano concreto, se anche un soldo può ormai comprare la responsabilità limitata (ed in questo senso la funzione dei minimi legali sembra ormai ridursi a quella di un bistrattato “interruttore disciplinare” di questo o quel tipo sociale), evidentemente non basta ad alimentare e sostenere l'impresa che si vuole svolgere. Per altro verso, il messaggio veicolato dalla sequela di interventi sul capitale sociale sembra essere quello di un progressivo affrancamento da un ostacolo, nel segno di una più libera determinazione della struttura finanziaria (almeno) delle s.r.l.; in realtà, la limitatezza (sia dal punto di vista sistematico, che da quello politico-economico) delle modifiche normative si scontra con un edificio normativo all'interno del quale, nonostante sia impossibile esigere un'adeguata capitalizzazione della società (o una sua non manifesta sottocapitalizzazione: sul tema, per tutti, v. G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato Colombo-Portale*, I\*\*, Torino, 2004, p. 41 ss., 63 ss., 112 ss., 143 ss.), ai soci non è lasciata completa discrezionalità nel “dosaggio” delle risorse proprie della società. L'ingannevolezza e la fragilità dell'immunità creata dal legislatore si scontrano innanzitutto con il principio trasversale degli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c., il quale, quantomeno all'approssimarsi della crisi, fissa una duplice - ancorché poco nitida - barriera contro il tentativo di esternalizzare le perdite, mediante la *postergazione* del rimborso di quei finanziamenti dei soci “concessi in un momento in cui, anche in considerazione del tipo di attività esercitata dalla società, risulta un eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure in una situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento”, ferma restando la restituzione alla società delle somme riscosse, se il pagamento è avvenuto nell'anno precedente alla dichiarazione di fallimento. Oltre a queste regole, tutto il diritto societario, specie a seguito della riforma del 2003, è disseminato di clausole generali che demandano ai componenti degli organi amministrativi e di controllo, rispettivamente, di dotare la società di un adeguato assetto organizzativo, amministrativo e contabile e di vigilare costantemente su di esso (artt. 2381, comma terzo e quinto, 2403, primo comma, c.c., nonché art. 2497, primo comma, primo periodo, c.c., con la sua menzione



La sperimentazione legislativa, comunque, non si è conclusa qui ed altre misure adottate possono concorrere indirettamente a minare il successo delle *start-up* innovative: tra queste si può ricordare l'esonero dall'assoggettamento alle procedure concorsuali, soppiantate dalle procedure per la composizione delle crisi da sovraindebitamento (art. 31 d.l. cit. e l. 3/2012).

Questa opzione, presentata come un beneficio per tali società, oltre a fare ricadere sugli investitori i costi transattivi associati ad una normativa ancora in fase di turbolento assestamento e dedicata alla risoluzione di problematiche affatto differenti, è altresì suscettibile di produrre un effetto perverso, data la natura volontaria delle procedure di composizione. La possibile conseguenza consiste nel fatto che anche in caso di conclamata insolvenza delle *start-up* innovativa, nessun loro creditore potrà provocarne il fallimento fino alla scadenza del regime privilegiato<sup>94</sup>, creandosi così un insieme di società "infallibili"<sup>95</sup>, che però potrebbero andare incontro a notevoli difficoltà nell'accesso ad altri canali di finanziamento.

dei "principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale" e, per le società quotate, l'art. 149, primo comma, lett. c), t.u.f.), ed è generale il convincimento in merito all'intensificazione dei doveri di sorveglianza in prossimità di situazioni di crisi (senza alcuna pretesa di completezza, v. R. SACCHI, *La responsabilità gestionale della crisi dell'impresa societaria*, in *Giur. comm.*, 2014, I, p. 314 ss., spec. 318 ss.; F. BRIZZI, *Finanziamento dell'impresa in crisi e doveri gestori*, relazione presentata al convegno "L'impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi", cit., p. 12 ss.; ID., *Responsabilità gestorie in prossimità dell'insolvenza e tutela dei creditori*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, p. 1027 ss., spec. 1031 ss.; C. MONTAGNANI, *Disciplina della riduzione del capitale: impresa o legislatore in crisi?*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 761 s.; A. NIGRO, "Principio" di ragionevolezza e regime degli obblighi e della responsabilità degli amministratori di s.p.a., ivi, p. 467 s., 475 ss.; F. GUERRERA, *Compiti e responsabilità degli amministratori nella gestione dell'impresa in crisi*, in *La governance nelle società di capitali*, diretto da M. Vietti, Milano, 2013, p. 247 ss., spec. 256 ss.; N. ROCCO DI TORREPADULA, *Profili di responsabilità degli amministratori di società per azioni durante la crisi*, ivi, p. 276 ss.; P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 71 ss.; ID., *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *RDS*, 2011, p. 820 ss.; G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 622 ss.; M. MIOLA, *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive*, ivi, p. 275 ss., spec. 277 ss., testo e nt. 117, 301 ss., testo e note, in cui anche ampia bibliografia comparatistica; ID., *Riflessioni sui doveri degli amministratori in prossimità dell'insolvenza*, in *Scritti in onore di Umberto Belviso*, Bari, 2011, p. 609 ss.; A. MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum A. Piras, Torino, 2010, p. 829 ss., 835 ss.): la conservazione di un veicolo societario onerato di passività e ed il cui risanamento sia prevedibilmente impraticabile contrasta con questi fondamentali doveri ed è fonte di responsabilità per i componenti degli organi tenuti ad osservarli (e, talora, anche dei soci), anche se si tratti di *start-up* innovative (il che tuttavia non toglie che l'azione di responsabilità possa rivelarsi un rimedio debole).

Con riguardo alle criticità derivanti dal rinvio dei termini per le riduzioni obbligatorie del capitale nelle *start-up* innovative (art. 26, primo comma, d.l. 179/2012), si consultino: ASSONIME, (nt. 21), p. 815, per la quale - con una conclusione invero discutibile - il regime della ricapitalizzazione per perdite resta quello dell'articolo citato anche dopo lo spirare del termine dell'art. 31, quarto comma, d.l. cit., se la perdita si manifesta quando la società è ancora una *start-up* innovativa; E. FREGONARA, (nt. 6), p. 55 ss., che però presta un'apodittica adesione alla tesi minoritaria e recessiva che riconosce nel capitale una funzione di "garanzia supplementare" dei creditori sociali (p. 57 ss.); C. MONTAGNANI, (nt. 93), p. 758 s.; O. CAGNASSO, *Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (Dalla "nuova" alla "nuovissima" s.r.l.)*, relazione presentata al convegno "L'impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi", cit., p. 5 ss..

<sup>94</sup> Salvi gli eventuali abusi della veste di *start-up* innovativa (di cui si è già fatto cenno *supra*, sub nt. 57 ed *infra*, sub nt. 95), viene meno anche uno dei vantaggi economici del ricorso al *crowdfunding*, ossia il c.d. *fail quickly*. Apprezzabile appare pertanto il tentativo di individuare un rimedio sistematico alla preservazione di simulacri di società prive di risorse proprie suggerendo che gli amministratori in queste situazioni proceda-

Esaurita così la valutazione delle principali criticità relative alla stessa configurazione dei soggetti che possono accedere all'*equity-based crowdfunding* ed ai limitati strumenti impiegabili a questo scopo, resta da analizzare l'altro cardine di queste operazioni, ossia i portali per la raccolta di capitali per le *start-up* innovative (d'ora in avanti, "portali").

Anche su questo versante la distanza tra scopi e mezzi è ampia e la divaricazione inizia nello stesso d.l. 179/2012, nel quale si opera la scelta di istituzionalizzare questi soggetti aggiungendo all'elenco dei servizi e delle attività di investimento già esistenti un nuovo genere di attività loro riservata e consistente

---

no ad una gestione conservativa e, in caso di antieconomicità della prosecuzione dell'attività, si verifichi una causa di scioglimento per impossibilità sopravvenuta del conseguimento dello scopo sociale: O. CAGNASSO, (nt. 93), p. 10 s., con specifico riguardo alle *start-up* innovative; similmente, proponendo un'interpretazione estensiva della causa di scioglimento per impossibilità sopravvenuta di conseguimento dell'oggetto sociale in ragione del cessazione della prospettiva di continuità aziendale, anche G. STRAMPELLI, (nt. 93), p. 627 ss., testo e nt. 73 e 74; M. MIOLA, *La tutela*, (nt. 93), p. 315, testo e nt. 221; G. RACUGNO, *Venir meno della continuità aziendale e adempimenti pubblicitari*, in *Giur. comm.*, 2010, I, p. 225 s.; nonché, in termini più generali ed a sostegno della sua tesi contrastante la manifesta sottocapitalizzazione delle società di capitali, G.B. PORTALE, (nt. 93), p. 71 ss., spec. nt. 116.

Non sembra, però, che si possa superare la logica sistematica per cui la causa di scioglimento rilevante nel caso di specie è quella dell'art. 2484, primo comma, n. 4, c.c., mentre quella dell'art. 2484, primo comma, n. 2, c.c. (sull'impossibilità sopravvenuta di conseguimento dell'oggetto sociale) ha diversi presupposti, non sovrapponibili alla prima (ed al riguardo ci si limita a rinviare alle considerazioni tuttora attuali di G. NICCOLINI, *Scioglimento, liquidazione ed estinzione della società per azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, 7<sup>\*\*\*</sup>, Torino, 1997, p. 272 ss.; C. MONTAGNANI, *Disfunzione degli organi collegiali ed impossibilità di conseguimento dell'oggetto sociale*, Milano, 1993, p. 48 ss., 98 ss.). L'osservazione è inoltre corroborata dal venir meno del fallimento quale causa di scioglimento delle società di capitali, come segnala anche C. MONTAGNANI, (nt. 93), p. 763 s., che scrive: "Se non è oggi causa di scioglimento il fallimento, non vedrei perché dovrebbe esserlo la soggettiva difficoltà di conseguire l'oggetto sociale" (ed in tale ultimo caso ricadrebbe l'ipotesi tracciata da Cagnasso).

Non si può comunque escludere che l'impossibilità di raggiungere gli scopi statutariamente previsti o le altre cause previste dall'art. 2545-*septiesdecies* c.c. possano essere alla base dell'apertura del procedimento di liquidazione coatta amministrativa nei confronti delle cooperative *start-up* innovative che ne siano interessate, stanti non solo il mancato richiamo di questa norma, ma anche - e soprattutto - l'assoggettamento di queste società a vigilanza pubblica allo scopo di garantire le finalità sancite nell'art. 45 Cost..

<sup>95</sup> Pare il caso di segnalare una possibilità di abuso dell'"infallibilità" garantita alle *start-up* innovative consistente nell'assunzione di tale qualifica da parte di altre società che non ne abbiano concretamente i requisiti. Non è invero del tutto peregrino immaginare che delle società, le quali incontrino delle difficoltà nella loro fase di avviamento, possano introdurre talune modifiche meramente formali nel proprio statuto (specialmente nell'oggetto sociale) per accedere attraverso l'adempimento degli oneri pubblicitari ai privilegi concessi alle *start-up* innovative, e tra questi specialmente la procrastinazione della riduzione obbligatoria del capitale e la sottrazione a procedure diverse da quelle della l. 3/2012. Per evitare quindi che la sezione speciale delle *start-up* innovative si trasformi in una specie di cimitero di elefanti, sembra di poter fare applicazione del principio di effettività di cui più volte si è servita la giurisprudenza nell'assoggettare a fallimento società con oggetto agricolo che svolgessero di fatto attività commerciali (tra le più recenti, v. Cass., 24 marzo 2011, n. 6853, in *Gius. civ.*, 2012, I, p. 2759 ss., con nota di M.M. Gaeta; Cass., 28 aprile 2005, n. 8849, in *Gius. civ.*, 2006, I, p. 902 ss.; cui *adde*, in ragione degli interessanti spunti sull'analisi della fattispecie da cui si è giunti al giudizio incidentale di legittimità, Corte Cost., 20 aprile 2012, n. 104, in *Dir. e giur. agr.*, 2012, p. 326 ss., con nota di A. Germanò, e in *Gius. civ.*, 2012, I, p. 1142 ss. con nota redazionale) e concludere che se l'attività enunciata nell'oggetto sociale non coincide con quella effettivamente svolta, allora potrà essere dichiarata fallita la società che si è opportunisticamente "travestita" da *start-up* innovativa (e ciò anche se è stata avviata una delle procedure della l. 3/2012).

nella gestione di “una piattaforma online che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle *start-up* innovative” (art. 1, comma 5-*novies*, t.u.f., introdotto dall’art. 30, primo comma, d.l. cit.).

Per le imprese di investimento e le banche già autorizzate ai relativi servizi di investimento il conseguimento dello status di portale e la possibilità di esercizio della specifica attività sono assoggettati ad un mero obbligo di preventiva comunicazione ed (agevolata) annotazione nella sezione speciale di un registro tenuto dalla CONSOB (art. 50-*quinquies*, secondo comma, t.u.f. e artt. 4, secondo comma, 5, secondo comma, reg. equity c.f.). Viceversa, per qualsiasi altro soggetto che voglia dar vita ad un portale è necessario sottoporsi all’ordinario - e più complesso - procedimento di iscrizione nella sezione ordinaria del medesimo registro (art. 50-*quinquies*, secondo e terzo comma, t.u.f. e artt. 7 ss., reg. equity c.f.)<sup>96</sup>.

Fissata questa prima barriera all’ingresso, i portali “puri” sono stati penalizzati anche nello svolgimento dell’attività, perché è stata loro inibita la detenzione di somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi (art. 50-*quinquies*, quarto comma, t.u.f.)<sup>97</sup>. Cosicché la loro funzione, salvo lo svolgimento di attività accessorie (che potrebbero però dar luogo a conflitti d’interessi), si ridurrà a quella di mere “vetrine” - per di più onerate di molteplici obblighi informativi più o meno penetranti - per aumentare la conoscibilità delle offerte e di collettori degli ordini degli investitori<sup>98</sup>.

---

<sup>96</sup> La CONSOB, prevedendo nel proprio regolamento svariati requisiti indispensabili all’ammissibilità della domanda d’iscrizione e molteplici obblighi informativi in fase operativa, non ha fatto altro che riadattare al caso specifico dei portali la disciplina autorizzativa predisposta per altri intermediari, secondo un vistoso fenomeno di *path dependance* che aveva già colpito anche il legislatore primario. Si tratta di un procedimento che ha poco di snello e semplice, contrariamente a quanto auspicato dal rapporto “Restart, Italia!”, (nt. 2), p. 78. Similmente si pronunciano anche G.D. MOSCO, (nt. 45), p. 13 s.; L. ENRIQUES, (nt. 92), p. 74, ove si legge che “La CONSOB ha contribuito ad appesantire il quadro normativo con ulteriori scelte restrittive, a cominciare dalle norme in materia di accesso al registro dei gestori di portali, le quali si discostano poco da quelle in materia di accesso all’albo delle SIM (e richiedono dunque agli interessati di sostenere costi particolarmente elevati, soprattutto in ragione delle consulenze legali e aziendali necessarie per portare a termine con successo il procedimento). Inoltre l’autorità di vigilanza ha previsto per l’attività di gestione dei portali regole di condotta nei confronti degli investitori pur più leggere, ma sempre onerose, in particolare per i rischi di responsabilità civile che ne conseguono”.

Rilevano le affinità in questione, ma approvano le scelte compiute dalla CONSOB: R. CARATTOZZOLO, (nt. 7), p. 278; A. TROISI, (nt. 7), p. 527 ss..

<sup>97</sup> Con norma analoga a quella introdotta negli USA, ove però il divieto si applica a tutti i gestori di portali, non essendovi distinzioni all’interno della categoria (sec. 3(a)(80) *Securities Exchange Act*, aggiunta dal *JOBS Act*).

<sup>98</sup> Scarso significato riveste allora il regime privilegiato loro riservato (art. 50-*quinquies*, secondo comma, secondo periodo, t.u.f.) e consistente nell’esenzione dall’applicazione delle norme concernenti la prestazione di servizi di investimento (artt. 21 - 25-*bis* t.u.f.) e la promozione e collocamento a distanza di servizi e attività di investimento e strumenti finanziari (art. 32 t.u.f.). In effetti, le norme che disciplinano l’attività dei portali sono largamente ed incongruamente ricalcate sulla trama di regole da cui pure dovrebbero essere esonerati e sono per giunta depotenziate dall’obbligo di astenersi “dal formulare raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte atte ad influenzare l’andamento delle adesioni alle medesime” (art. 13, terzo comma, secondo periodo, reg. equity c.f.). Ciò testimonia l’indecisione del legislatore nel tracciare i lineamenti dei gestori di portali: da curatori di un luogo virtuale di incontro tra la domanda e l’offerta di investimento in capitali di rischio, finiscono per trasformarsi in un impacciato ibrido “para-consulenziale”. In merito, v. anche le condivisibili riflessioni critiche di E. GIRINO, (nt. 2), p. 77 ss., specie il testo corrispondente alla nt. 13 (da cui si è tratta la qualificazione virgolettata).

Questi ordini saranno *sempre* trasmessi ad una banca o ad un'impresa di investimento che ne curi l'esecuzione (art. 17, secondo comma, reg. equity c.f.). Come visto, resta peraltro fermo che tali operatori possano anche gestire direttamente il portale, così seguendo l'intero processo di raccolta.

La CONSOB, nel dare corpo alla delega semplificatrice affidatale dal legislatore, ha previsto un regime agevolato per banche ed imprese di investimento. Qualsiasi ruolo esse svolgano nell'ambito del *crowdfunding*<sup>99</sup>, esse sono infatti esentate dalle "disposizioni applicabili contenute nella Parte II del Testo Unico e nella relativa disciplina di attuazione" a condizione che: a) "gli ordini siano impartiti da investitori-*persone fisiche* e il relativo controvalore sia inferiore a *cinquecento euro* per singolo ordine e a *mille euro* considerando gli ordini complessivi annuali"; b) gli ordini siano impartiti da investitori-*persone giuridiche* e il relativo controvalore sia inferiore a *cinquemila euro* per singolo ordine e a *diecimila euro* considerando gli ordini complessivi annuali"<sup>100</sup> (art. 17, quarto comma, reg. equity c.f.).

<sup>99</sup> Sia che rispetto alla raccolta si pongano quali mere esecutrici di ordini, sia che esse stesse gestiscano il portale.

<sup>100</sup> La debolissima misura adottata per contrastare elusioni di tale soglia consiste nella presentazione di un'attestazione da parte dell'investitore (art. 17, quinto comma, reg. equity c.f.). Non vi è tuttavia chi non possa accorgersi dell'ampiezza della falla che così si apre, da un lato, nel ridondante e formalistico sistema di protezione disegnato per contenere il rischio cui possono esporsi gli investitori non professionali e, dall'altro, nella possibilità che il *crowdfunding* possa essere agevolmente sfruttato per realizzare operazioni di riciclaggio. Se l'investitore realizza una serie di numerose, piccole sottoscrizioni presso vari portali, attestando ogni volta di non avere superato il tetto annuale predisposto dal legislatore, potrà sottrarsi alla disciplina antiriciclaggio (e ciò senza immaginare il ricorso a false identità ed operazioni realizzate con triangolazioni dall'estero). Per alcune notazioni sull'identico problema in relazione agli *investment caps* presenti nel *JOBS Act*, v. C.S. BRADFORD, *The new federal crowdfunding exemption*, (nt. 16), p. 8 s.. Anche la SEC ha sottolineato questo pericolo nella sua bozza di consultazione dichiarando: "We believe that securities offered and sold in reliance on Section 4(a)(6) could be susceptible to money laundering because they are low priced, are placed in an offering that is exempt from registration and not subject to the filing review process of a registered offering. In addition, we expect that many of the issuers relying on the exemption in Section 4(a)(6) may be shell companies, which have been associated with a high risk of money laundering" (p. 249). Per ridurre tali pericoli, si è ritenuto che "the funding portal [...] is in the best position to «know its customers», and to identify and monitor for suspicious and potentially illicit activity at the individual customer level" (p. 251), proponendo, quindi, di rendere applicabile ai gestori la normativa antiriciclaggio (p. 223, 250 ss., 410 s.).

Si ricorda, inoltre, che per non essere assoggettata alle disposizioni contenute nel capo I del titolo II della parte IV del t.u.f. (ed alle corrispondenti norme di attuazione) la *start-up* innovativa non può realizzare emissioni per valori complessivamente superiori al (generoso) limite di portata generale di € 5.000.000 ogni dodici mesi (art. 34-ter, primo comma, lett. c), reg. emittenti). Al riguardo, E. GIRINO, (nt. 2), p. 81, s'interroga sulla giustificazione del discrimine tra le offerte sotto tale soglia realizzate o meno per il tramite dell'*equity crowdfunding*. Per vero, se si scegliesse di non ricorrere a quest'ultimo canale, si eviterebbero numerosi costi e adempimenti formali, ma gli spazi residui entro cui muoversi non sarebbero poi così ampi come l'A. parrebbe accreditare chiedendosi: "Perché mai un'offerta non eccedente i 5 milioni è oggi *del tutto libera* mentre sconta i pesanti vincoli sin qui descritti nel solo caso di *start-up* innovative che si finanzino via portale?" (corsivo aggiunto). In altra ottica G.D. MOSCO, (nt. 45), p. 11 ss., ravvede possibili profili di contrasto tra il regime esonerativo introdotto a livello regolamentare (art. 17, quarto comma, reg. equity c.f.) a favore dei soli gestori "di diritto" per gli investimenti sotto soglia, la normativa del t.u.f. (art. 50-quinquies, secondo comma) ed il regime di esenzioni facoltative previsto dall'art. 3 dir. 2004/39/CE (MiFID). Sul punto, però, v. anche le opposte opinioni di R. MANGIONE, *Equity crowdfunding e diritto dell'intermediazione finanziaria*, in *Crowd future*, (nt. 45), p. 25 s., a parere della quale "l'attività di perfezionamento degli ordini «sotto soglia» esercitata nell'«ultimo miglio» di operatività del meccanismo dell'*equity crowdfunding* dalle banche e dalle imprese di investimento non [è] qualificabile come servizio di investimento

Cosicché, superate le modestissime soglie che permettono di attivare la disciplina di favore, la semplificazione ed il risparmio che il *crowdfunding* avrebbe dovuto teoricamente garantire all'aspirante investitore *retail* si volatilizzano, poiché per dare seguito ai suoi ordini, sarà chiamato a stipulare (presumibilmente a proprie spese) un ordinario contratto per l'erogazione dei relativi servizi di investimento con piena applicazione di tutta la disciplina di derivazione MiFID, nonché di quelle volte a contrastare il fenomeno del riciclaggio dei proventi di attività criminose<sup>101</sup>.

All'atto pratico, pertanto, per il piccolo risparmiatore non si registra alcuna differenza - neppure a livello di tutela - tra un qualunque investimento e quello realizzato aderendo ad un'operazione di *equity-based crowdfunding*, se non in situazioni economicamente marginali.

Anche al di sotto degli importi previsti, il risparmiatore è comunque destinatario in più fasi di un massiccio e composito flusso informativo da parte del gestore del portale (v. artt. 13, secondo comma, 3 e 4, 14, 15 e 16 reg. equity c.f.). In particolare, più e più volte gli si ricorda la rischiosità dell'investimento che sta per realizzare (art. 13, terzo comma, reg. equity c.f., nonché l'avvertenza recata dall'informativa sull'emittente e riprodotta nell'all. 3 di tale regolamento) e gli si richiede di rispondere "positivamente ad un questionario comprovante la piena comprensione delle caratteristiche essenziali e dei rischi principali connessi all'investimento in *start-up* innovative per il tramite di portal", nonché di dichiarare "di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento [...]" (art. 15, secondo comma, reg. equity c.f.).

Merita quindi d'essere illustrato il risultato paradossale che si genera qualora lo sprovveduto e remissivo risparmiatore immaginato dal legislatore volesse effettuare un investimento appena superiore alle soglie dell'art. 17, quarto comma, reg. equity c.f.. Costui, infatti, una volta esaurita la trafila sulla piattaforma informatica, deve affrontare l'approccio fisico con la modulistica MiFID ed antiriciclaggio, subendo così un percorso potenzialmente più aggravato, lungo e complesso di chi, a parità di rischio, intendesse investire somme assai più ingenti.

È inoltre opportuno dedicare dei cenni almeno ad altri tre profili problematici inerenti l'informazione trasmessa dal portale:

- 1) poiché l'art. 14, secondo comma, lett. *b*), reg. equity c.f. demanda al gestore di informare l'investitore non professionale circa "le attività svolte, ivi incluse le modalità di *selezione delle offerte* o l'eventuale affidamento di tale attività a terzi", si profila una possibile fonte di responsabilità per il gestore che abbia scelto di diffondere questi dati; infatti, ove non rispetti gli stessi criteri che si è imposto nell'individuare e pubblicare le offerte, il gestore dovrà risarcire i danni (contrattuali) arrecati agli investitori che si sono basati sulle informazioni ricevute. Questo rischio potrebbe ingenerare una ripercussione certamente non voluta dal legislatore, ossia spingere i ge-

---

ai sensi del t.u.f."; L. ENRIQUES, (nt. 92), p. 75, il quale riconosce ambiti di libertà alla CONSOB con riguardo all'attività di gestione dei portali, purché nel rispetto del criterio di ragionevolezza.

<sup>101</sup> Delle osservazioni collimanti si possono leggere anche in E. FREGONARA, (nt. 6), p. 96 ss.. Particolare enfasi sulla valutazione di adeguatezza dell'investimento da parte di banche ed intermediari finanziari è posta da R. CARATTOZZOLO, (nt. 7), p. 284 s., che conclude così: "L'eventuale esito negativo di questo non consentirebbe la conclusione dell'operazione di investimento, anche nel caso in cui la fase svolta innanzi al gestore autorizzato abbia avuto esito positivo". Più vaghi sono i chiarimenti forniti dalla CONSOB con comunicazione n. 0066128/2013, nella quale l'autorità si limita ad affermare: "I gestori di diritto potranno prescegliere le concrete modalità di svolgimento della propria attività, graduando l'applicazione delle regole di condotta in ragione dei tipi di servizi di investimento effettivamente prestati nei confronti della clientela e della tipologia di investitori serviti. Allo scopo di assicurare adeguata tutela ai risparmiatori aderenti alle iniziative di *equity crowdfunding* e favorire l'assunzione di consapevoli scelte di investimento da parte degli stessi, le banche e le imprese di investimento dovranno, altresì, prestare particolare attenzione ai presidi di trasparenza nella relazione con la clientela".

- stori a non comunicare i criteri selettivi adoperati, oppure a non effettuare alcuna selezione, alternativa che sembra però impraticabile in virtù delle considerazioni esposte immediatamente di seguito.
- 2) nell'allegato 3 del reg. equity c.f. si rende necessario che ciascuna offerta sia preceduta da una dicitura apposta dal gestore in cui si rende noto, tra l'altro, che "l'emittente è l'esclusivo responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni". Da una lettura superficiale ed isolata di quest'avvertenza si potrebbe desumere una sorta di esonero di responsabilità del gestore nel caso in cui effettivamente le informazioni non fossero complete o veritiere, ma di ciò si può seriamente dubitare. Nonostante il legislatore secondario abbia richiesto l'inserimento di quest'ulteriore avviso a maggior tutela degli investitori non professionali, si crede, infatti, che l'emittente possa essere reputato responsabile dei danni arrecati al patrimonio di costoro se non abbia adottato idonee misure "per ridurre e gestire i rischi di frode" (art. 14, primo comma, lett. e), reg. equity c.f.); e se l'avvertenza agli investitori è menzionata in un allegato al regolamento ed ha un carattere eminentemente formale, l'obbligo di introdurre ed eseguire delle misure contro le frodi è certamente una norma sostanziale la cui violazione espone a responsabilità<sup>102</sup>. Lo stesso discorso potrebbe peraltro ripetersi in relazione alla complessa valutazione che il gestore è chiamato a compiere sulla presenza nello statuto di clausole regolanti il diritto di recesso o di co-vendita in caso di trasferimento a terzi del controllo sulla società: escluso che possa trattarsi di una verifica puramente formale, resta l'interrogativo sulla portata di questa tutela indiretta degli investitori non professionali e sulle conseguenze del suo mancato espletamento<sup>103</sup>.
  - 3) sempre nell'allegato 3 del reg. equity c.f. si legge che "le informazioni sull'offerta sono facilmente comprensibili da un investitore ragionevole e sono fornite attraverso l'utilizzo di un *linguaggio non tecnico o gergale, chiaro, conciso*, ricorrendo, laddove possibile, all'utilizzo di termini del linguaggio comune", ed il tutto dev'essere contenuto in un documento composto da non oltre cinque fogli A4. Una prima osservazione da fare in merito a questi requisiti è che si può fondatamente dubitare della loro vincolatività: in effetti, benché l'art. 16, primo comma, lett. a), reg. equity c.f. stabilisca l'obbligo per il gestore del portale di pubblicare le informazioni contenute nell'allegato 3, non stabilisce anche che si debba farlo attenendosi agli standard "qualitativi" lì descritti; d'altronde, la stessa CONSOB sembra rendersi conto dell'irragionevolezza delle proprie richieste nel momento in cui premette che solo *alcuni* dei requisiti qualitativi sono stati definiti, così implicitamente ammettendo che si tratta di un quadro essenzialmente esemplificativo: che ciò sia vero è confermato dall'assenza di sanzioni per l'inosservanza delle direttive contenutistiche e formali del regolamento. Al di là, però, si pone un problema ben più serio di bilanciamento tra le istanze di riduzione dell'asimmetria informativa e dei costi dell'informazione stessa<sup>104</sup> che non

---

<sup>102</sup> Non è neanche troppo difficile immaginare che nell'eventuale esperienza giurisprudenziale tale responsabilità potrebbe essere spesso ritenuta sussistente *in re ipsa*, colorandosi di una implicita oggettività (come spesso è accaduto con la responsabilità amministrativa *ex d.lgs. 231/2001*). Tale rischio è suscettibile di essere amplificato se, oltre a rispettare gli altri requisiti di professionalità, i gestori sceglieranno di dotarsi di amministratori di minoranza "in ruoli non esecutivi, che abbiano maturato una comprovata esperienza lavorativa di almeno un biennio nei settori industriale, informatico o tecnico-scientifico, a elevato contenuto innovativo, o di insegnamento o ricerca nei medesimi settori" (art. 9, terzo comma, reg. equity c.f.). Qualora si verificasse una frode, in effetti, sarà ancor più difficile in tal caso dimostrare che le misure preventive non sarebbero state in grado di individuarla e scongiurarla.

<sup>103</sup> Per ulteriori approfondimenti, v. I. CAPELLI, (nt. 81), p. 13 ss., spec. 17.

<sup>104</sup> Si vedano ancora le riflessioni di G. FERRARINI, (nt. 7), p. 207 ss..

può essere liquidato in una maniera così corriva. Ed invero, al netto dell'inafferrabile natura del concetto di "investitore ragionevole"<sup>105</sup>, solo l'effetto taumaturgico di un precetto (apparentemente) giuridico può creare l'illusione che si possa spiegare in cinque cartelle con un linguaggio "non tecnico o gergale, chiaro, conciso" anche informazioni potenzialmente assai complesse, come quelle attinenti al *business plan* della *start-up* innovativa, alla natura dei "prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico" che si intendono realizzare, alla struttura di amministrazione e controllo della società, agli stessi strumenti di tutela messi a disposizione dell'investitore<sup>106</sup>... Il pericolo in tal caso è che dall'eccesso di semplificazione "coatta" sorgano ambiguità, inesattezze, omissioni, ed anche qui l'ombra della responsabilità si allarga, anziché restringersi.

Infine, a chiusura del laborioso percorso esplorativo di una disciplina i cui snodi presentano ancora altri elementi problematici<sup>107</sup>, ci si limita a sollevare una critica nei confronti della regola dell'art. 24, secondo comma, reg. equity c.f., la quale richiede al gestore di verificare "ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale [...] che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di *start-up* innovative previsto all'articolo 25, quinto comma, del decreto". Questa disposizione, già subissata di contestazioni in una sua precedente versione durante la fase di indagine conoscitiva della CONSOB<sup>108</sup>, continua ad essere presente senza alcuna plausibile giustificazione nel reg. equity c.f.. Essa, oltre ad essere foriera di molteplici conflitti di interesse, è suscettibile di introdurre involontariamente comportamenti irrazionalmente emulativi tra gli investitori non professionali, i quali, anziché basarsi sulle informazioni ricevute, potrebbero preferire l'osservazione delle scelte dei soggetti qualificati; nulla toglie, peraltro, che questo meccanismo possa verificarsi a parti invertite, con i soggetti qualificati che vengono attratti da quei progetti che riscuotono maggior successo nella folla. Ancora, né prima, né ora la partecipazione di un soggetto qualificato può rappresentare un'attendibile strumento di garanzia - o anche solo di conferma -

<sup>105</sup> Su cui, in una prospettiva giuscommerciale, v. F. DENOZZA, *La nozione di informazione privilegiata tra "Shareholder Value" e "Socially Responsible Investing"*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 591 ss.; in un'ottica penalistica, S. SEMINARA, *Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, p. 339 ss., cui *adde*, per una diversa lettura, A.F. TRIPODI, *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, Padova, 2012, p. 19 s., 245 ss..

<sup>106</sup> E basti qui limitarsi a riportare il linguaggio adoperato dalla stessa CONSOB quando richiede, ad esempio, la descrizione delle clausole predisposte dall'emittente in merito a "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."

<sup>107</sup> Si allude, tra l'altro, alle ripercussioni che sulla predisposizione della delibera di aumento di capitale può provocare l'adozione del sistema "all or nothing" o di quello "keep it all" per stabilire, rispettivamente, se l'emittente possa procedere alla raccolta dei conferimenti promessi solo se sia stato raggiunto l'importo desiderato entro il termine previsto, oppure se possa comunque realizzare all'aumento di capitale in misura pari a quanto eventualmente raccolto. Se a questa situazione relativamente lineare si combina, però, la pluralità di strumenti di tutela riconosciuti all'investitore (diritto di recesso dal contratto di investimento: art. 13, quinto comma, reg. equity c.f.; diritto di revoca dell'adesione all'offerta: art. 25, secondo comma, reg. equity c.f.; diritto di recesso del consumatore: art. 67-*duodecies* d.lgs. 206/2005, codice del consumo), si può facilmente prevedere l'insorgere di una miriade di difficoltà realizzative (accompagnate dai relativi costi).

<sup>108</sup> In quel testo, l'adesione di un investitore "qualificato" era una condizione di ammissibilità dell'offerta, in quanto doveva essere raccolto *prima* del suo stesso inizio (v. CONSOB, (nt. 86), p. 70 ss.). Si coglie l'occasione per segnalare che non si crede di poter reperire alcun appiglio nel d.l. 179/2012 per un intervento attuativo di questa portata e che non si conoscono disposizioni analoghe nel diritto degli USA.

per gli investitori non professionali circa la bontà dell'investimento ed anzi può costituire un serissimo fattore di incertezza, suscettibile, com'è, di vanificare anche operazioni di raccolta prossime all'obiettivo<sup>109</sup>.

Sicché, tutto ciò che resta è un immotivato obbligo di coinvolgere in ogni operazione di raccolta uno di questi attori economici, che, in cambio della sua adesione, potrebbe anche condizionare pesantemente il futuro della *start-up* innovativa<sup>110</sup>.

Quest'ultima prova di cieco paternalismo - o di più o meno surrettizia "cattura del regolatore" - suggella l'irragionevole livello di incongruenza del bizantino *equity-based crowdfunding* all'italiana rispetto alle finalità riportate al principio di questo discorso<sup>111</sup>.

##### 5. Postilla sull'importanza del silenzio e su ciò che sarebbe stato meglio non tacere.

Si allunga così nel nostro ordinamento giuridico la catena dei vani tentativi di intercettare la domanda di investimento dei risparmiatori e di farla incontrare con l'esigenza di finanziamento delle imprese: dalle azioni di risparmio del 1974, agli strumenti finanziari del 2003 fino ai "mini-bond" del 2012. Eppure, perplessità sulla convenienza e sulla bontà dell'*equity-based crowdfunding* potevano già essere avanzate anche sulla scorta di una superficiale osservazione dei dati di mercato. Certo, non è del tutto vero che attraverso questo strumento l'impresa non possa creare, conservare o ripristinare valore con il contributo della folla. Sicuramente, però, assai difficilmente può farlo con l'attuale disciplina, la quale tutt'al più svolgerà un ruolo servente rispetto all'operatività dei tradizionali investitori professionali.

Possono agevolmente immaginarsi varie possibili applicazioni, come, ad esempio, per sostenere l'espansione in un nuovo territorio di un'impresa già consolidata sul mercato, o per sviluppare una nuova linea di prodotti, o, in certi casi, per legare maggiormente alla gestione imprenditoriale i destinatari stessi dell'attività (ad esempio, nel settore dell'edilizia abitativa privata, similmente a quanto avviene nelle cooperative edili), o, ancora, per consentire la realizzazione di un *workers buy-out*<sup>112</sup>...

---

<sup>109</sup> O che l'abbiano addirittura superato (altro problema, questo, di non semplice coordinamento con il diritto societario). In letteratura, si vedano le altre critiche di E. FREGONARA, (nt. 6), p. 109 ss.. In senso opposto, invocando un maggior coinvolgimento degli investitori menzionati dall'art. 24, secondo comma, reg. equity c.f., si esprime A. TROISI, (nt. 7), p. 530 s..

<sup>110</sup> Senza che, peraltro, in occasione di una sua successiva fuoriuscita dalla compagine sociale, un socio *crowdfunder* possa azionare i rimedi (recesso, co-vendita) di cui l'art. 24, primo comma, lett. a), reg. equity c.f. demanda la concreta configurazione all'autonomia statutaria. In sintesi, il socio *crowdfunder* può "imitare" l'investitore professionale in entrata, ma non può seguirlo in uscita e conseguentemente sbiadisce ancor di più la funzione garantistica della norma qui criticata.

<sup>111</sup> È significativo considerare che uno dei primi scritti apparsi a seguito del completamento del quadro normativo non si occupi di analizzarne la trama, bensì di esplorare - con esiti talvolta dubbi - "i confini entro i quali è possibile esercitare un'attività di *equity based crowdfunding* nei casi non regolati dal Decreto Crescita": M. PINTO, (nt. 6), p. 823 ss.. E già prima, v. M. MALTONI, P. SPADA, (nt. 48), p. 1132.

In virtù di quanto sin qui argomentato nel testo, appaiono piuttosto ingenua le affermazioni di R. CARATOZZOLO, (nt. 7), p. 266 s., per il quale "l'intervento legislativo si è fatto carico di favorire il ricorso a tali tecniche, *facilitandone* le condizioni di accesso e *semplificandone* le modalità di utilizzo" (corsivi aggiunti). Lo stesso vale anche per A. TROISI, (nt. 7), p. 526.

Alla data in cui sono state chiuse le bozze di quest'articolo, peraltro, risulta che siano state avviate cinque operazioni di *equity-based crowdfunding* in Italia, di cui soltanto una completata: per informazioni, si vedano i siti <http://www.diamantech.net>, <http://www.starsup.it> e <http://www.unicaseed.it>.

<sup>112</sup> La realizzazione dell'operazione di *equity-based crowdfunding* potrebbe rappresentare un elemento di un concordato preventivo presentato dall'imprenditore all'esito di una trattativa con i propri dipendenti o con



le loro rappresentanze sindacali. Nel piano di ristrutturazione, in particolare, potrebbe essere inserita e descritta una ricapitalizzazione della società attraverso le somme raccolte in una campagna di *crowdfunding*, alla quale, essendo svolta sotto l'egida dell'autorità giurisdizionale, non sarebbe eccessivamente difficile riconoscere la possibilità di svincolarsi dagli impedimenti del d.l. 179/2012. L'eventuale partecipazione a tali operazioni di fondi mutualistici (peraltro già coinvolti in molti recenti casi di *workers buy-out* in virtù delle previsioni della c.d. legge Marcora: l. 49/1985) potrebbe ulteriormente ampliarne le possibilità di successo. Oltre ad un complesso di riferimenti a livello di *soft law* europea favorevoli all'acquisto dell'azienda da parte dei dipendenti (Raccomandazione della Commissione 94/1069/CE, artt. 1, ult. trattino, e 7, lett. b); Comunicazione della Commissione COM(2004) 18, par. 2.3.1; Comunicazione della Commissione COM(2006) 117, par. 2.8, 3.5; Parere del Comitato economico e sociale europeo 2012/C 191/05, par. 3), la concreta frequenza del ricorso al tipo della società cooperativa da parte degli ex lavoratori per la realizzazione di *workers buy-out* sembra peraltro aver influenzato uno dei più recenti interventi normativi sul punto, ossia l'art. 11 d.l. 145/2013. In particolare, il secondo comma di questo precetto concede alle cooperative costituite da lavoratori dell'impresa assoggettata a procedura concorsuale un diritto di prelazione in caso di affitto o di vendita di aziende, rami d'azienda o complessi di beni e contratti di imprese. Non sembra tuttavia peregrino sollevare il sospetto di incostituzionalità di questa previsione nella misura in cui essa sancisce una misura preferenziale riservata esclusivamente alle società di ex dipendenti costituite in forma cooperativa: rispetto alla primaria istanza di tutela e promozione del diritto al lavoro (artt. 4, primo comma, e 35, primo comma, Cost.) che viene in considerazione nel caso di specie, il *favor* costituzionalmente riservato alla cooperazione (art. 45 Cost.) può assumere un carattere strumentale e subordinato, ma certamente non esclusivo. Cosicché parrebbe opportuno estendere il privilegio in questione a società di qualsiasi tipo costituite da lavoratori che intendano acquistare o affittare il complesso aziendale entro cui prestavano la propria opera; questa conclusione è tanto più fondata se si considera oltretutto che alle società cooperative di lavoro sono già riservati altri benefici dall'ordinamento e che questa novella li amplificherebbe ulteriormente.

In ambito comparatistico presentano profili di interesse le esperienze normative brasiliana ed argentina, nelle quali, anche per via delle frequenti e profonde crisi economiche attraversate da quei paesi, sono stati regolamentati diversi aspetti delle operazioni di *workers buy-out*. In particolare, nella *Lei de Falências e de Recuperação de Empresas* (lei 11101/2005 - LFRE) brasiliana si contempla quale modalità realizzativa della *recuperação judicial* il "trespasse ou arrendamento de estabelecimento, inclusive à sociedade constituída pelos próprios empregados" (art. 50, inciso VII, LFRE) e la società tra dipendenti può anche rendersi acquirente del complesso aziendale (o di sue partizioni) nell'ambito della procedura fallimentare (art. 145 LFRE, il quale richiama l'art. 141 LFRE, che, tra l'altro, esclude la successione nei debiti aziendali, analogamente all'art. 105, quarto comma, l. fall.). Va precisato che in tale legge non si registra alcuna forma di preferenza nei confronti del *workers buy-out* e che è indifferente il tipo sociale prescelto dai dipendenti (con l'esclusione della *sociedade simples*, cui è interdetto l'esercizio di attività commerciali, e quella - apparentemente paradossale - della cooperativa, poiché considerata nel diritto brasiliano alla stregua di una *sociedade simples*, artt. 982, 1096 cod. civ. br.).

Differente, invece, è l'approccio dell'Argentina, la cui *Ley de Concursos y Quiebras* (ley 24522/1995) conosce una diffusa partecipazione dei lavoratori allo svolgimento delle procedure concorsuali (cfr. artt. 14, n. 1 e 13, 42, 45, par. 4, 260 LCQ) e ammette *esclusivamente* il tipo della società cooperativa costituita tra di essi, ad esempio, a stipulare contratti per la gestione e conservazione dell'azienda in pendenza del fallimento (art. 187, par. 2, LCQ), a proporre *proyectos de explotación* per la prosecuzione dell'attività d'impresa (artt. 189, par. 1, 190, 191, 191-bis, 192, 195, par. 2, LCQ), a formulare a certe condizioni una proposta di *acuerdo preventivo* (art. 48, n. 1, LCQ) riconoscendo significativi privilegi ed agevolazioni (art. 48-bis LCQ), nonché ad acquistare l'azienda dal fallimento (art. 203-bis LCQ). Non solo, qualora le sia stata affidata la prosecuzione dell'attività, la cooperativa dei lavoratori è la destinataria "naturale" dell'alienazione dei beni aziendali, se ciò risulta di "evidente utilità" per la procedura in relazione alla loro particolare natura, al loro scarso valore o all'insuccesso di altre forme di liquidazione (art. 213 LCQ).

Infine, per una documentata rassegna di casi concreti di *workers buy-out*, si segnala il reportage di L. BIANCHI, *Fenici d'Italia. Come alcune imprese italiane sono riuscite a reinventarsi e sopravvivere alla crisi*, 2013, leggibile sul sito <http://ilbureau.com> (in questo sito si può inoltre consultare una mappa dei casi censiti:

L'approccio del d.l. 179/2012, tuttavia, è gravemente viziato nelle sue premesse e non si crede sia suscettibile di redenzione.

Cosa si può fare allora? La risposta che si crede di suggerire consiste nel non dare per scontate certe considerazioni che vengono ripetute acriticamente da più parti e che hanno condotto alla disattenzione verso le altre facce del *crowdfunding*. In special modo, non si condivide l'affermazione per cui il *donation-based crowdfunding* ed il *reward-based crowdfunding* non necessiterebbero di regolamentazione. Confessando immediatamente da parte di chi scrive la netta preferenza per una regolamentazione minimale e per principi, sembra comunque che alcuni semplici adattamenti (peraltro ispirati a prassi già affermate) potrebbero creare un ambiente sicuro per la loro espansione ed aprire gli scenari ad iniziative oggi ancora non immaginabili.

Limitando le osservazioni che si svolgeranno a degli essenziali spunti di riflessione, si può ribadire la centralità dell'elemento progettuale in entrambe le fattispecie e la decisa caratterizzazione teleologica che imprime loro<sup>113</sup>.

Nel panorama normativo italiano<sup>114</sup>, però, la protezione dei vincoli teleologici è affidata per lo più a rimedi obbligatori e quindi di nessuna seria efficacia preventiva contro fenomeni distrattivi, le cui conseguenze ridondano al di là dell'area del risarcibile. Per altro verso, l'ingiustificato arricchimento (art. 2041 c.c.) non ha alcuna capacità di reazione contro una semplice variazione delle condizioni di impiego di un certo bene, avendo natura restitutoria (ossia, non può conseguire il risultato di ripristinare il rispetto del vincolo di destinazione), e la sua macchinosità lo rende del tutto inidoneo ad essere azionato da chi abbia effettuato attribuzioni di modico valore<sup>115</sup>.

Si rende perciò necessaria l'introduzione di una qualche forma di tutela collettiva per i *crowdfunders*<sup>116</sup> e, in primo luogo, per fornire loro uno strumento di aggregazione e rappresentanza, si potrebbe porre in

---

<http://ilbureau.com/la-rinascita-infografica>), anche se la cronaca di operazioni analoghe cresce quotidianamente.

<sup>113</sup> Si rinvia ai rilievi estrapolati da un'osservazione della prassi e da studi aziendalistici esposti *supra*, *sub* par. 3.

<sup>114</sup> Orfano, peraltro, dal 2012 anche di un'autorità che si occupi delle iniziative di raccolta destinate al terzo settore e quindi completamente sguarnito su un fronte di solito presidiato in altri stati.

<sup>115</sup> Qualora vi siano gli estremi per poter qualificare un'operazione di *reward-based crowdfunding* in termini di associazione in partecipazione, il discorso sui rimedi potrebbe assumere un maggiore spessore, senza necessità di variazioni della normativa esistente. Invero, se si ritenesse di prestare adesione a quell'orientamento interpretativo che nell'associazione in partecipazione ad un *singolo affare* riconosce un limite implicito alla libertà dell'associante (M. DE ACUTIS, (nt. 11), p. 193) o comunque un obbligo per costui di non alterare l'obiettivo perseguito dalle parti (G. MIGNONE, (nt. 11), p. 398 s.; con maggiore incertezza, G. DE FERRA, *Della associazione in partecipazione*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1973, p. 68, nt. 8), si potrebbero ricavare molteplici elementi utili a ricostruire un efficace quadro di tutele basato sulla risoluzione per inadempimento e sul risarcimento del danno. Non solamente, si potrebbe inoltre configurare uno specifico obbligo di informazione gravante sul soggetto finanziato verso i suoi sostenitori ogni qual volta si realizzi una circostanza a lui non imputabile che imponga una modifica dell'originario progetto.

<sup>116</sup> Com'era agevolmente prevedibile, negli USA si è già verificato un caso di frode nei confronti dei finanziatori di un progetto di un gioco di carte i cui fondi sono stati raccolti mediante la nota piattaforma Kickstarter. Nel caso di specie, la società finanziata non solo non ha distribuito il gioco entro il termine previsto, ma non ha neppure restituito le somme ricevute. Per tale motivo, l'autorità che si occupa di tutelare i consumatori nello stato di Washington (in cui risiedevano alcuni dei sostenitori della campagna), ossia la *Consumer Protection Division* dell'*Attorney General*, il 30 aprile 2014 ha iniziato un procedimento in relazione alla commissione di atti o pratiche ingannevoli nello svolgimento del commercio e concorrenza sleale (§ 020, *Ch. 86, Tit. 19, Washington Revised Code*), richiedendo l'applicazione di misure inibitorie e di *civil penalties* pecuniarie alla so-

capo al gestore della piattaforma l'obbligo di stimolare la costituzione di un'associazione dei partecipanti ad ogni campagna, la quale potrebbe operare mediante una propria "comunità virtuale". Quest'associazione, a sua volta, potrebbe utilmente accedere al rimedio dell'azione di cui all'art. 140-*bis* cod. cons. in presenza di pregiudizi diretti arrecati ai patrimoni dei sostenitori, laddove per ogni singolo erogatore le sole spese per l'accesso alla giustizia supererebbero il valore del suo apporto, privandolo di ogni incentivo.

Oltre a ciò, ad ogni modo, continua a farsi sentire la mancanza di un rimedio reale in grado di garantire l'osservanza dei vincoli teleologici (nel caso di specie, quelli scaturenti dal progetto) e sarebbe necessario considerare seriamente una loro possibile configurazione<sup>117</sup>.

La tutela, però, sarebbe spuntata se non ci fosse possibilità di accesso ad alcuna informazione da parte del soggetto finanziato. A ciò si può facilmente rimediare sempre attingendo alle migliori pratiche del *crowdfunding*, ossia stabilendo un obbligo di informazione periodica sia contabile, che descrittiva sull'avanzamento e sui risultati del progetto. Una simile modifica non richiederebbe alcun adattamento al mercato e, peraltro, dovrebbe essere integrata soltanto nella disciplina della donazione, poiché in quella dell'associazione in partecipazione si rinviene già uno strumento utile nell'art. 2552, commi 2 e 3, c.c.<sup>118</sup>.

Molto altro si potrebbe aggiungere, ma è preferibile arrestarsi qui, anche perché occorre difendersi dall'insistente richiamo di certe regole "in cerca di autore" e lo stesso invito ci si permette di rivolgere al legislatore, affinché non introduca quella parola di troppo che provochi migrazioni del *crowdfunding* verso altri e più accoglienti paesi.

ALDO LAUDONIO

---

cietà finanziata, oltre alla restituzione agli interessati delle somme versate (l'atto è leggibile sul sito: <http://www.atg.wa.gov/uploadedFiles/AsylumComplaint%202014-05-01.pdf>).

<sup>117</sup> Anche sul versante del diritto penale la situazione non migliora, perché stante l'inapplicabilità dell'appropriazione indebita (art. 646 c.p.), non si potrebbe che ricorrere alla truffa (art. 640 c.p.), anch'essa di difficile utilizzabilità nel contesto in questione.

<sup>118</sup> Nella dottrina più recente, v. M. DE ACUTIS, (nt. 11), p. 224 ss.; G. MIGNONE, (nt. 11), p. 383 ss., spec. 392 ss., ed ivi per altri riferimenti.