

Vincenzo Meli

**Standard, standardizzazione e applicazione dell'art. 102 Tfu ai conflitti su licenze relative a diritti di proprietà intellettuale (\*).**

SOMMARIO: 1. Premessa. *Standard*, standardizzazione e diritto *antitrust*. – 2. Rifiuto di licenze su diritti di proprietà intellettuale e abuso di posizione dominante: prassi e giurisprudenza comunitarie nel solco della *essential facilities doctrine*. - 3. *De facto standard* e superamento del test dell'ostacolo al prodotto nuovo. – 4. Richiesta di inibitoria su *essential IPRs* e abuso di posizione dominante: giurisprudenze nazionali e recente prassi comunitaria. - 5. Abusi su *SEPs*: mercato rilevante e posizione dominante. - 6. segue: il giudizio di contrarietà all'art. 102 Tfu. - 7. Rifiuto di licenza su *de iure standard*: un'applicazione dell'art. 102 in funzione di supplenza dell'art. 101 Tfu?

1. *Premessa. Standard, standardizzazione e diritto antitrust*. Com'è noto, la standardizzazione tecnologica può avere differenti origini <sup>(1)</sup>. A parte le ipotesi, che esulano dall'ambito di nostro interesse, in cui la definizione di caratteristiche unitarie per una tipologia di prodotto o per un processo promana direttamente da un'autorità pubblica, l'affermazione di uno *standard* può costituire l'esito di una scelta condivisa tra gli operatori di un determinato settore, solitamente attuata nell'ambito di appositi organismi (*Standard Setting Organisations* - SSOs), ovvero può essere conseguenza di fatto delle modalità di funzionamento di determinati mercati <sup>(2)</sup>. In entrambe le ipotesi - generalmente identificate con le categorie dei *de iure standard* e dei *de facto standard* -, il

---

(\*) Il presente lavoro è in corso di pubblicazione tra gli Studi in onore di Mario Libertini.

<sup>1</sup> Secondo la nota definizione di H. HOVENKAMP, M.D. JANIS, M.A. LEMLEY, C.R. LESLIE, *IP and Antitrust: An Analysis of Antitrust Principles Applied to Intellectual Property Law*, 2 Ed., Aspen Publishers, New York, last update 2013, 35-3, uno *standard* è «any set of technical specifications which either does, or is intended to, provide a common design for a product or process». D.J. TEECE, E.F. SHERRY, *Standards Setting and Antitrust*, 87 *Minn.L.Rev.* 1913, 1914 (2003), pur ritenendo la definizione idonea a catturare la maggior parte degli *standard* sui quali si accendono contese, ritengono tuttavia improprio il riferimento al solo “*design*”. In molti casi, infatti, solo alcune caratteristiche di un prodotto sono standardizzate, mentre le altre sono lasciate non specificate e non standardizzate, e spesso non è il *design* di un prodotto ad essere standardizzato, ma misure di grandezza relative a prodotti non manufatti. Per C. BUTTÀ, M.C. LONGO, *Standard tecnologici e dinamiche competitive a confronto*, in *Sinergie*, 2011, 261, uno *standard* è costituito da «insiemi di specifiche tecniche che determinano o mirano a determinare la compatibilità tra diversi prodotti o processi»; «Esso è frutto di innovazioni che presentano le caratteristiche di compatibilità rispetto alle tecnologie precedenti o determinano condizioni per nuovi sistemi di compatibilità, univocità nel contenuto, condivisione e collegamento a rete tra prodotti o processi».

<sup>2</sup> Per un quadro completo delle possibili categorie di *standard*, con relativi esempi, si veda M. DOLMANS, *Standard For Standards*, in *Fordham International Law Journal*, 2002, 163, 164, che individua: «a) single-firm *de facto standards*; b) multi-firm commercial standards, developed by trade associations or ad hoc standards organizations, often leading to a patent pool; c) formal commercial standards bodies with mixed membership; and d) government standards».

fenomeno degli *standard* può avere conseguenze rilevanti per l'applicazione del diritto della concorrenza. Queste possono riguardare aspetti relativi sia allo stesso processo che approda alla standardizzazione, sia al possibile sfruttamento del potere di mercato che il controllo delle tecnologie assunte a *standard* può attribuire. Nel primo caso, le questioni sono tipiche della standardizzazione *de iure*; nel secondo, invece, si pongono con riferimento ad entrambe le categorie.

Quanto ai rischi insiti nel processo di standardizzazione, se sono evidenti le esigenze di efficienza che inducono a favorire la standardizzazione *de iure*, che del resto è valutata in termini altamente positivi dalle stesse istituzioni comunitarie <sup>(3)</sup>, altrettanto evidenti sono i rischi concorrenziali, anch'essi puntualmente segnalati dalla Commissione nel contesto dell'applicazione dell'attuale art. 101 Tfu <sup>(4)</sup>.

Quanto al possibile sfruttamento di situazioni favorite dall'affermazione di *standard*, se il problema si pone con riferimento ad entrambe le tipologie di *standard*, è in particolare con riferimento ai *de iure standard* che esso è stato più ampiamente dibattuto, sotto il profilo dell'analisi economica prima che di quelle giuridica <sup>(5)</sup>. All'esito

---

<sup>3</sup> «Standards are the best tool to promote interoperability of devices or to define safety or quality benchmarks. In the communications technologies, standards are key for a universal interconnection and seamless communication» (così J. ALMUNIA, *Industrial policy and Competition policy: Quo vadis Europa?*, Paris, 10 February 2012). Secondo la Commissione (Linee direttrici sull'applicabilità dell'articolo 101 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea agli accordi di cooperazione orizzontale (2011/C 11/01), par. 263), «Gli accordi di normazione hanno in genere notevoli effetti economici positivi in quanto, ad esempio, promuovono la compenetrazione economica sul mercato interno e favoriscono lo sviluppo di prodotti/mercati nuovi e migliorati e di migliori condizioni di offerta. Di norma, quindi, le norme rafforzano la concorrenza e riducono i costi di produzione e di vendita, a beneficio dell'intera economia. Le norme possono mantenere e migliorare la qualità, fornire informazioni e assicurare l'interoperabilità e la compatibilità (aumentando così il valore per i consumatori)».

<sup>4</sup> La Commissione UE affrontò già in via generale il tema della relazione tra standardizzazione e proprietà intellettuale con la Comunicazione su *Intellectual property rights and standardization*, COM(92), 445 final, Brussels, 27 October 1992. Degli accordi di standardizzazione si è occupata quindi nella Comunicazione 2001/C 3/02, del 6 gennaio 2001, Linee direttrici sull'applicabilità dell'articolo 81 del trattato CE agli accordi di cooperazione orizzontale, rinnovate con le citate Linee direttrici del 2011, nelle quali a tali accordi è stato dato rilievo notevolmente più ampio (sui limiti e le criticità irrisolte delle indicazioni della Commissione, si veda J. TEMPLE LANG, *Eight Important Questions on Standards under European Competition Law*, in *Comp. Law Int'l*, 2011, 32). Il tema è stato affrontato, con riferimento ai *pool tecnologici*, anche nelle Linee direttrici sull'applicazione dell'articolo 81 del trattato CE agli accordi di trasferimento di tecnologia (2004/C 101/02), spec. par. 210-226 e nel Reg. (UE) n. 1025/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 ottobre 2012 sulla normazione europea.

<sup>5</sup> La letteratura economica in materia è imponente e tutt'altro che concorde. Si vedano, tra i contributi degli ultimi anni, M. LEMLEY, C. SHAPIRO, *Patent Holdup and Royalty Stacking*, in 85 *Texas L. Rev.* 1991 (2007); J. FARRELL, J. HAYES, C. SHAPIRO, T. SULLIVAN, *Standard Setting, Patents, and Hold-up*, 74 *Antitrust L. J.* 603 (2007); E. ELHAUGE, *Do Patent Holdup and Royalty Stacking Lead to*

dell'attività di standardizzazione, infatti, può risultare volontariamente conferita una situazione di potere a soggetti titolari di diritti di proprietà intellettuale essenziali per conformarsi allo *standard* (cd. *standard essential patents* – *SEPs* o, più in generale, *essential IPRs*); potere che può essere esercitato “bloccando” coloro che di quelle tecnologie non possono fare a meno per competere sul mercato per l'accesso al quale la conformazione allo *standard* è necessaria (cd. *hold-up*) <sup>(6)</sup>.

L'attenzione della prassi e della giurisprudenza in ambito europeo per la standardizzazione, i suoi intrecci con le discipline della proprietà intellettuale e la possibile rilevanza ai fini dell'applicazione della disciplina *antitrust* è, tuttavia, piuttosto recente.

In una prima fase, sono state situazioni di *de facto standard* a costituire occasione per una controversa attività di *enforcement*, ad opera della Commissione e dei giudici comunitari, del divieto di abuso di posizione dominante. Da qualche anno, invece, la ribalta è stata pressoché interamente occupata da conflitti sviluppatisi in ambiti oggetto di standardizzazione volontaria, con ricadute anche nelle giurisprudenze nazionali. Un rilevante ruolo ha giocato, a tale proposito, lo scontro divampato su scala globale tra le maggiori imprese operanti nei mercati delle tecnologie per le comunicazioni mobili e i *tablets*, icasticamente sintetizzato nell'espressione *smartphone wars* <sup>(7)</sup>.

Scontata la differenza delle questioni strettamente inerenti all'origine degli *standard*, si potrebbe essere indotti a pensare che il tema della rilevanza *antitrust* dell'esercizio del

---

*Systematically Excessive Royalties?*, in *Journal of Competition Law and Economics*, 2008, 535; J. G. SIDAK, *Patent Holdup and Oligopsonistic Collusion in Standard-setting Organizations*, in *Journal of Competition Law & Economics*, 2009, 123; T.F. COTTER, *Patent Holdup, Patent Remedies, and Antitrust Responses*, in *The Journal of Corporation Law*, 2010, 1151; A.L. FARRAR, A.J. PADILLA, *Assessing the Link Between Standard Setting and Market Power*, 2010, reperibile in internet all'indirizzo [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1567026](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1567026); C. SHAPIRO, *Injunctions, Hold-Up, and Patent Royalties*, in *Am. Law and Economics Rev*, 2010, 1.

<sup>6</sup> Nella – non numerosa – dottrina giuridica italiana sul tema generale, si vedano G. GHIDINI, V. FALCE, *Intellectual Property on Communications Standards: Balancing Innovation and Competition Through the Essential Facilities Doctrine*, in *Dir. autore*, 2001, 315; M. GRANIERI, *Attività di standardizzazione, diritti di proprietà intellettuale e antitrust*, in *Riv. dir. ind.*, 2004, I, 138; R. PARDOLESI, M. GRANIERI, *Di regolazione, antitrust e diritti di proprietà intellettuale*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2004, 7; M. CALDERINI, A. GIANNACCARI, M. GRANIERI, *Standard, proprietà intellettuale e logica antitrust nell'industria dell'informazione*, Il Mulino, Bologna, 2005; G. COLANGELO, *Regole e comportamenti strategici negli organismi di standard setting: quale ruolo per l'antitrust?*, in *Giur.comm.*, 2010, I, 33; S. Vezzoso, *The Use of Standard Essential Patents: Competition Policy Issues*, in A. C. SILVA SCALQUETTE, J. F. SIQUEIRA NETO (a cura di), in *60 Desafios do direito: Economia, Direito e Desenvolvimento*, Atlas, Sao Paulo, 2013, 43.

<sup>7</sup> Si veda, T. CHIA, *Fighting the Smartphone Patent War with RAND-Encumbered Patents*, in *27 Berkeley Tech. L.J.* 209 (2012).

potere acquisito grazie al possesso di IPRs essenziali ai fini dell'implementazione di *standard* debba, in definitiva, porsi in termini unitari, sia che si tratti di *de iure standard*, sia che si tratti di *de facto standard*. Al contrario, nella giurisprudenza teorica e pratica i due fenomeni sono stati oggetto di approcci diversi, tanto da rendersi non agevole ricondurne il trattamento ad una medesima fattispecie di illecito *antitrust*. In particolare, se nelle ipotesi di *standard* di fatto la discussione si è prevalentemente mantenuta nel *mainstream* del dibattito generale sul *refusal to deal*, *sub specie* di *refusal to licence*, con riferimento alle sempre più frequenti ipotesi di trattamento di rifiuti riguardanti SEPs con gli strumenti dell'art. 102 Tfu, essa si è allontanata dall'analisi *antitrust*, per concentrarsi, in larga prevalenza, su temi peculiari del contesto organizzativo/negoziale entro cui i conflitti risultano iscritti. Ci si riferisce al quadro regolamentare (di fonte convenzionale) che accompagna il riconoscimento ufficiale di uno *standard*, nell'ambito del quale alla decisione di convergere su uno *standard* si accompagna la richiesta ai titolari di IPRs essenziali <sup>(8)</sup> di assumere l'impegno a concederli in licenza a condizioni FRAND (*Fair, Reasonable, And Non-Discriminatory*) <sup>(9)</sup>. Strumento, peraltro, sul quale la Commissione fa particolare affidamento per disinnescare i rischi di restrittività degli esiti della standardizzazione <sup>(10)</sup>. Il dibattito dottrinale è stato, dunque, prevalentemente assorbito dal tema della rilevanza per la disciplina *antitrust* di tali impegni, e, soprattutto, delle modalità della loro implementazione. La pratica contenziosa si è infatti manifestata con procedimenti immancabilmente innescati dal fallimento delle negoziazioni per la concessione di tale licenza, e dal successivo avvio, da parte dei titolari di SEPs, di azioni

<sup>8</sup> Secondo le *ETSI rules of procedure*, del 20 marzo 2013, n. 6, emanate dal più importante organismo europeo di standardizzazione nell'ambito delle telecomunicazioni (ETSI – European Telecommunications Standards Institute), «'ESSENTIAL' as applied to IPR means that it is not possible on technical (but not commercial) grounds, taking into account normal technical practice and the state of the art generally available at the time of standardization, to make, sell, lease, otherwise dispose of, repair, use or operate EQUIPMENT or METHODS which comply with a STANDARD without infringing that IPR. For the avoidance of doubt in exceptional cases where a STANDARD can only be implemented by technical solutions, all of which are infringements of IPRs, all such IPRs shall be considered ESSENTIAL».

<sup>9</sup> Per una panoramica sul tema degli impegni FRAND, si veda, da ultimo, T. F. COTTER, *The Comparative Law and Economics of Standard-Essential Patents and FRAND Royalties*, Minnesota Legal Studies Research Paper No. 13-40, 2013, reperibile all'indirizzo web [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2318050](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2318050) Sugli impegni RAND, si vedano J.S. MILLER, *Standard Setting, Patents, and Access Lock-In: RAND Licensing and the Theory of the Firm*, 40 *Ind. L. Rev.* 351 (2007); D. LICHTMAN, *Understanding the RAND Commitment*, in 47 *Hous. L. Rev.* 102 (2010); C. TAPIA, *Industrial Property Rights, Technical Standards and Licensing Practices (FRAND) in the Telecommunications Industry*, Heymann Verlag, Köln, 2010.

<sup>10</sup> Linee direttrici (2011), cit., par. 285.

giudiziarie volte ad inibire l'uso asseritamente non autorizzato di tali IPRs. Azioni nelle quali, altrettanto immancabilmente, i resistenti hanno fatto richiamo, in chiave difensiva, alla violazione degli obblighi FRAND che con la richiesta di inibitoria il SEP *holder* avrebbe posto in essere. Non a caso, taluni autori hanno revocato in dubbio la stessa applicabilità della disciplina degli abusi di posizione dominante in tali contesti, ritenendo che le questioni così sollevate siano da affrontarsi esclusivamente sul piano contrattuale<sup>(11)</sup>. Altri hanno comunque sottolineato – non a torto, a parere di chi scrive – l'estraneità al diritto *antitrust* degli argomenti messi in campo per la soluzione di tali conflitti, soprattutto dalla giurisprudenza di alcuni stati membri<sup>(12)</sup>. In effetti, per chi provi ad analizzare in chiave *antitrust* gli ultimi sviluppi e il dibattito che li accompagna, collocandosi nel solco della conosciuta *case law*, è difficile sottrarsi ad una sensazione di spiazzamento, per l'apparente assenza da detto contesto della tassonomia del *refusal to licence*, resa familiare dalla giurisprudenza comunitaria formatasi tra la fine del secolo scorso e i primi anni dell'attuale.

Nel presente lavoro si ripercorreranno, dunque, prassi e giurisprudenza passate sul rifiuto di licenze su IPRs come possibile illecito *antitrust*, rilevando in particolare le

---

<sup>11</sup> Si veda, ad es., l'acceso dibattito tra P. CHAPPATTE, *Frاند Commitments – The Case for Antitrust Intervention*, in *European Competition Journal*, 2009, 319 e *Frاند Commitments and EC Competition Law. A Rejoinder*, *ivi*, 2012, 175 e D. GERADIN, M. RATO, *Can Standard-Setting Lead to Exploitative Abuse? A Dissonant View on Patent Hold-up, Royalty Stacking and the Meaning of FRAND*, in *European Competition Journal*, 2007, 101 e *Frاند Commitments and EC Competition Law: A Reply to Philippe Chappatte*, *ivi*, 2010, 129 ss.

Peraltro, il tema della natura giuridica degli impegni FRAND è, di per sé, oggetto di ampio dibattito in Europa, in particolare in Germania, dove dottrina e giurisprudenza appaiono al loro interno divise. Qui talune corti hanno ritenuto che la FRAND *declaration* equivalga ad un *pactum de non petendo*, cioè ad un impegno a non perseguire in giudizio gli utilizzatori del SEP, fino alla conclusione di un accordo di licenza; altre vi hanno colto una vera e propria obbligazione a concedere una licenza. Quanto alla dottrina, in essa è rappresentata anche l'opinione secondo la quale la FRAND *declaration* non ha alcuna rilevanza sul piano obbligatorio, così come quella per cui essa si pone come contratto a favore di terzo (si veda T. KÖRBER, *Standardessentielle Patente. FRAND-Verpflichtungen und Kartellrecht – Standard Essential Patents, FRAND Commitments and Competition Law*, Nomos Verlag, Berlin, 2013, 38 ss., (188 ss.)). In Italia, del tema si è occupato M. LIBERTINI, *Autonomia individuale e autonomia d'impresa*, in M. MAUGERI, G. GITTI, M. NOTARI (a cura di), *I contratti per l'impresa. I. Produzione, circolazione, gestione, garanzia*, Il Mulino, Bologna, 2013, 57 s., il quale, richiamandosi ad un indirizzo che ritiene che nella contrattazione tra imprese il requisito della determinabilità dell'oggetto del contratto debba essere interpretato in termini più ampi, ritiene che agli impegni FRAND debba attribuirsi la natura di obbligazioni contrattuali.

<sup>12</sup> Secondo G. BRUZZONE, *Standard-essential patents and assertion of IPRs: defining the boundaries of abusive use of court injunctions*, slides della Relazione tenuta alla V Intertic Conference on Antitrust Policy, Rome, 16th May 2013, «The issue of the conditions under which the SEP holder should obtain an injunction in court proceedings is different from the issue of the application of art. 102». A conclusioni sostanzialmente analoghe giunge T. KÖRBER, *Kartellrechtlicher Zwangslizenzinwand und standardessentielle Patente*, in *NZKart*, 2013, 87.

questioni sollevate (soprattutto dalla Commissione), allorché si sia ritenuto che l'IPR oggetto della contesa corrispondesse ad uno *standard*. Si considereranno, quindi, le giurisprudenze nazionali e la corrente prassi *antitrust* della Commissione in materia di abusi su *essential IPRs*, nel contesto degli *standard* di diritto. Si formuleranno quindi osservazioni sul quadro sistematico che ne emerge.

2. *Rifiuto di licenze su diritti di proprietà intellettuale e abuso di posizione dominante: prassi e giurisprudenza comunitarie nel solco della essential facilities doctrine*. L'importazione nell'ordinamento comunitario della *essential facilities doctrine* (EFD) ha certamente razionalizzato il trattamento del *refusal to deal* quale possibile pratica abusiva ai sensi dell'art. 102 TFUE (in precedenza, art. 82 TCE), subentrando ad una prassi che, fino a quel momento, era stata caratterizzata da un'estrema eterogeneità dei criteri di intervento<sup>(13)</sup>. Il *test* della totale eliminazione della concorrenza, recepito dalla Corte di giustizia con la pronuncia pregiudiziale Oscar Bronner<sup>(14)</sup>, costituisce da allora l'indiscusso punto di riferimento per prassi e giurisprudenza comunitarie<sup>(15)</sup>. Anche il dibattito dottrinale sulla EFD, comunque svoltosi nel contesto comunitario in termini meno radicali di quanto avvenuto negli Stati Uniti<sup>(16)</sup>, appare oggi sopito.

<sup>13</sup> Si veda V. MELI, *Rifiuto di contrattare e tutela della concorrenza nel diritto antitrust comunitario*, Giappichelli, Torino, 2003. L'*essential facilities doctrine* costituisce ormai un approccio largamente diffuso, anche fuori dal contesto comunitario, al *refusal to deal*. Per una panoramica sul contesto internazionale, si veda ICN, *Report on the Analysis of Refusal to Deal with a Rival Under Unilateral Conduct*, 2010, 19 ss. Proprio nell'ordinamento statunitense, invece, la svolta in senso non-interventista della Corte Suprema, avvenuta intorno alla metà degli anni Duemila, pare aver toccato anche questo aspetto dell'applicazione della disciplina *antitrust*, con la pronuncia Verizon Communications inc. v. Law Offices of Curtis v. Trinko, LLP (02-682) 540 U.S. 398 (2004) 305 F.3d 89.

<sup>14</sup> Corte di giustizia, 26 novembre 1998, Oscar Bronner GmbH & Co. KG contro Mediaprint Zeitungs- und Zeitschriftenverlag GmbH & Co. KG, Mediaprint Zeitungsvertriebsgesellschaft mbH & Co. KG e Mediaprint Anzeigengesellschaft mbH & Co. KG., causa C-7/97, in *Raccolta* 1998, I-7791.

<sup>15</sup> Esso è indicato anche negli *Orientamenti sulle priorità della Commissione nell'applicazione dell'articolo 82 del trattato CE al comportamento abusivo delle imprese dominanti volto all'esclusione dei concorrenti*, Bruxelles, 9.2.2009 C(2009) 864 def., sia pure in una versione che appare meno rigorosa: la Commissione si accontenta, infatti, della probabilità «che il rifiuto determini l'eliminazione di una concorrenza effettiva sul mercato a valle» (si veda, in particolare, par. 81). Com'è noto, alla luce della giurisprudenza Bronner e dei medesimi Orientamenti, gli altri requisiti per ritenere un rifiuto di contrattare contrario al divieto di abuso di posizione dominante sono a) che la risorsa sia essenziale; b) che essa sia induplicabile da parte di un'impresa parimenti efficiente; c) che essa possa essere condivisa; d) che il rifiuto sia ingiustificato.

<sup>16</sup> Di tale dibattito davo ampio conto anche in V. MELI, *L'essential facilities doctrine nel diritto antitrust comunitario e i suoi problemi operativi*, in *Studi in onore di G. Schriccker*, Milano, 2005, 395. Un classico della letteratura statunitense più critica nei confronti della EFD è P. AREEDA, *Essential Facilities: An Epithet in Need of Limiting Principles*, in 58 *Antitrust L. J.* 841, 852 (1989). Tra gli

Il tentativo di adottare il medesimo schema per risolvere analogo conflitto quando la risorsa in questione è un diritto di proprietà intellettuale non ha invece prodotto esiti altrettanto consolidati <sup>(17)</sup>.

In questo campo, com'è noto, il principio generale, affermato dalla giurisprudenza comunitaria, è che attiene alla sostanza di tali diritti il potere esclusivo del titolare di disporne e non può, pertanto, considerarsi di per sé abusivo un rifiuto di licenza, anche quando al titolare del diritto sia offerto in contropartita di un ragionevole compenso <sup>(18)</sup>. Ciò a meno che non ricorrano “circostanze eccezionali”, che la prassi e la giurisprudenza si sono dunque impegnate ad individuare. Accantonando le insoddisfacenti argomentazioni fin lì adoperate per discriminare tra rifiuti leciti e illeciti <sup>(19)</sup>, esse sono così approdate ad una regola di soluzione del conflitto, la cui messa a punto, avviata dalla Commissione con il caso Magill <sup>(20)</sup> ancor prima che la EFD facesse il suo ingresso

---

ultimi contributi, si vedano B. FRISCHMANN, S.W. WALLER, *Revitalizing Essential Facilities*, in 75 *Antitrust L.J.* 1 (2008); M. Lao, *Networks, Access, and “Essential Facilities”*: From Terminal Railroad to Microsoft, in 62 *SMU L.R.* 557 (2009); A. ANDREANGELI, *Interoperability as “essential facility” in the Microsoft case – Encouraging competition or stifling innovation?*, in *European Law Review*, 2009, 584.

<sup>17</sup> E' praticamente impossibile abbracciare per intero la produzione bibliografica sul tema delle difficili relazioni tra diritto *antitrust* e discipline della proprietà intellettuale. Limitandoci a letteratura monografica più recente, si vedano J. DREXL (a cura di), *Research Handbook on Intellectual Property and Competition Law*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2008; W. PRINZ ZU WALDECK UND PYRMONT, M.J. ADELMANN, R. BRAUNEIS, J. DREXL, R. NACK (eds.), *Patents and Technological Progress in a Globalized World. Liber Amicorum Joseph Straus*, Springer Verlag, Berlin, 2009, 134 ss.; M.A. CARRIER, *Innovation for the 21st Century. Harnessing the Power of Intellectual Property and Antitrust Law*, Oxford University Press, Oxford, 2009; H. HOVENKAMP, M. D. JANIS - M. A. LEMLEY, C.R. LESLIE, (nt. 1); S. ANDERMAN, A. EZRACHI, *Intellectual property and competition law*, Oxford University Press, Oxford, 2011; T. KÄSEBERG, *Intellectual Property, Antitrust and Cumulative Innovation in the Eu and the Us*, Hart Publishing, Oxford - Portland, 2012.

<sup>18</sup> Corte di giustizia, 5 ottobre 1988, AB Volvo v Erik Veng Ltd., causa 238/87, in *Raccolta*, 1988, 06211.

<sup>19</sup> Veniva in particolare superato il tentativo di basare la valutazione di liceità dell'azione del titolare di un diritto di proprietà intellettuale sulla distinzione tra esistenza del diritto e suo possibile esercizio abusivo (Corte di giustizia, 16 luglio 1966, Grundig/Consten c. Commissione, cause riun. 56 e 68-64, in *Raccolta*, 458) o sulla individuazione di un “oggetto specifico” di detto diritto (ad es., Corte di giustizia, 31 ottobre 1974, Centrafarm B.V. e Adriaan de Peijper contro Sterling drug inc., causa 15/74, in *Raccolta*, 1974, 1147) o della sua “funzione essenziale” (ad es., Corte di giustizia, 17 maggio 1988, Warner Brothers Inc., Metronome Video ApS contro Erik Viuff Christiansen, in *Raccolta*, 1988, 2605).

<sup>20</sup> Commissione, 21 dicembre 1988, 89/205, Magill TV Guide/ITP, BBC e RTE, in *GU*, n. L078, del 21 marzo 1989, 43; Tribunale, 10 luglio 1991, RTE c. Commissione, T-69/89, in *Raccolta* 1991, II-485; Corte di giustizia, 6 aprile 1995, Radio Telefis Eireann (RTE) e Independent Television Publications Ltd (ITP) c. Commissione CE, cause riunite C-241/91P e C-242/91P, in *Raccolta*, 1995, I-743.

ufficiale in ambito comunitario <sup>(21)</sup>, ha finito, nei successivi passaggi giurisprudenziali, con il convergere verso il medesimo schema. A questo, però, si è reso necessario apportare un'importante variante (o, piuttosto, un'integrazione): una pura e semplice applicazione del criterio del rischio di eliminazione della concorrenza avrebbe infatti aperto la strada a quella *competition by imitation*, la cui esclusione rappresenta esattamente la "sostanza" dei diritti di proprietà intellettuale. Peculiare della decisione e delle sentenze emesse dal Tribunale e dalla Corte nell'ambito della vicenda Magill è, dunque, l'introduzione, ai fini della formulazione del giudizio di abusività, del requisito dell'ostacolo al possibile emergere di un prodotto nuovo, per il quale sussiste una domanda potenziale da parte dei consumatori <sup>(22)</sup>.

Alla base di tale scelta si pone il ripensamento, anche nel contesto comunitario, del ruolo della proprietà intellettuale, non più vista come eccezione alle regole di concorrenza, bensì come disciplina complementare a queste, in un comune disegno di promozione dell'innovazione <sup>(23)</sup>: la deroga che la necessità dell'introduzione di un prodotto nuovo consentiva di apportare al diritto di privativa si fondava sull'assunto – coerente con tale orientamento – che il regime di esclusiva non può pregiudicare la concorrenza in quei casi, da ritenersi, appunto, comunque eccezionali, in cui il regime

---

<sup>21</sup> La prima decisione della Commissione in cui si fa riferimento al tema della infrastruttura essenziale è Commissione 11 giugno 1992, B&I c. Sealink, Holyhead, in *XXII Relazione*, par. 219. In precedenza, si era registrato almeno un caso, relativo all'accesso a sistemi di prenotazione aerea, che può ritenersi prodromico all'adozione della EFD: si tratta di Commissione, Commissione, 4 novembre 1988, IV/32.318 London European/Sabena, in *GUCE* n. L 137 del 24.11.1988, 47.

<sup>22</sup> Per la verità, in dottrina ci si è chiesti se tale requisito sia aggiuntivo o alternativo, preferendosi la seconda ipotesi, perché meno rigida. Si vedano H. ULLRICH, A. HEINEMANN, *Die Anwendung der Wettbewerbsregeln auf die Verwertung von Schutzrechten und sonst geschützten Kenntnissen*, in U. IMMENGA, E.-J. MESTMÄCKER, *EU-Wettbewerbsrecht*, 5. Aufl., Verlag C. H. Beck, München 2012, Rn. 56 ss.

<sup>23</sup> Si vedano espressamente in tal senso le Linee direttrici sull'applicabilità dell'articolo 101 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea agli accordi di cooperazione orizzontale (2011/C 11/01), par. 269. Tale impostazione risulta costantemente ribadita: si veda il recente discorso del Commissario alla concorrenza, J. ALMUNIA, *Intellectual property and competition policy*, SPEECH/13/1042, del 09/12/2013.

La primogenitura di tale impostazione si fa risalire a W. S. BOWMAN Jr., *Patent and Antitrust Law: A Legal and Economic Appraisal*, University of Chicago Press, Chicago, 1973, ma si veda, tra i "classici", anche L. KAPLOW, *The Patent-Antitrust Intersection: A Reappraisal*, in 97 *Harvard Law Review* (1984) 1813. L'opinione è ormai diffusa anche nella dottrina statunitense; si veda per una sintesi R. PITOFKY, *Challenges of the New Economy: Issues at the Intersection of Antitrust and Intellectual Property*, 68 *Antitrust L.J.* 913, 917 (2001). In termini analoghi si esprimono le *US Antitrust Guidelines for the Licensing of Intellectual Property*, issued by the U.S. Department of Justice and the Federal Trade Commission, April 6, 1995 ("The intellectual property laws and the antitrust laws share the common purpose of promoting innovation and enhancing consumer welfare"). Si veda, sul tema, M. LIBERTINI, *Concorrenza*, in *Enc.dir. Annali III*, Giuffrè, Milano 2010, 204, 242 s.

della proprietà intellettuale, concepito per promuovere l'innovazione, si trasformi in un ostacolo alla medesima<sup>(24)</sup>. Ciò che si riteneva avvenga quando un rigido rispetto dello *ius excludendi alios* finisca con il pregiudicare anche la *competition by substitution*<sup>(25)</sup>. Il criterio aveva l'innegabile pregio della prevedibilità, sia pure entro i flessibili margini di interpretazione della nozione di *new product*<sup>(26)</sup>.

La regola fu per la prima volta enunciata con riferimento ad una vicenda piuttosto particolare, che vedeva coinvolto un diritto d'autore, per di più riferito ad espressioni (i palinsesti dei programmi televisivi delle rispettive emittenti) che prassi e giurisprudenza pronunciate sul caso consideravano con tutta evidenza immeritevoli di una tale tutela<sup>(27)</sup>, ma il requisito dell'ostacolo all'introduzione di un prodotto nuovo trovò successiva conferma nella giurisprudenza formata sul più pregnante caso IMS Health<sup>(28)</sup>.

E' da rilevare, tuttavia, che proprio la Commissione, che per prima aveva introdotto il *test* del prodotto nuovo, nella decisione su misure provvisorie NDC Health c. IMS Health non se ne servì, mostrando fin da allora di non ritenere che esso potesse rappresentare la soluzione di *qualunque* conflitto, generatosi in tema di rifiuto di licenze con possibili ricadute anticoncorrenziali. Applicò, invece, il *test* generale Bronner.

---

<sup>24</sup> In tali termini mi esprimevo già in V MELI, *Rifiuto di contrattare*, (nt. 13), 225 ss. Si veda anche J. DREXL, *Abuse of Dominance in Licensing and Refusal to License: A 'More Economic Approach' to Competition by Imitation and to Competition by Substitution*, in C. D. EHLERMANN, I. ATANASIU (eds.), *European Competition Law Annual 2007: The Interaction between Competition Law and Intellectual Property Law*, Hart Publishing, Oxford/Portland Oregon, 2007, 647.

<sup>25</sup> J. DREXL, *Abuse of Dominance* (nt. 24); T. KÖRBER, *Standardessentielle Patente*, (nt. 11), 63 ss. (212 ss. del testo in inglese) Per la verità, parlare di "sostituzione" è riduttivo, perché l'approccio comunitario appariva idoneo a tutela anche una concorrenza per "evoluzione", per intendersi, nel senso di cui all'art. 71 del nostro codice della proprietà industriale ("la licenza può essere concessa al titolare del brevetto posteriore nella misura necessaria a sfruttare l'invenzione, purché questa rappresenti, rispetto all'oggetto del precedente brevetto, un importante progresso tecnico di considerevole rilevanza economica"). Si veda V. MELI, *Rifiuto di contrattare*, (nt. 13), 225 ss.

<sup>26</sup> Ad esempio, con la decisione del caso Tiercé Ladbroke (Tribunale, 12 giugno 1997, causa C-504/93, Tiercé Ladbroke c. Commissione, in *Raccolta* 1997, II-923), il Tribunale, dopo aver confermato (par. 131) che un rifiuto di licenza non potesse cadere nel divieto di abuso di posizione dominante a meno che «it concerned a product or service which was either essential for the exercise of the activity in question, and there was no real or potential substitute, or was a new product whose introduction might be prevented,, despite specific, constant and regular potential demand on the part of consumers» aveva interpretato in termini restrittivi il requisito e aveva negato che potesse considerarsi prodotto nuovo la combinazione tra scommesse su gare sportive e trasmissione televisiva degli eventi oggetto di esse.

<sup>27</sup> Si veda, in tal senso, V. KORAH, *The Interface Between Intellectual Property and Antitrust: The European Experience*, 69 *Antitrust L.J.* (2002) 801.

<sup>28</sup> Commissione, 3 luglio 2001, Caso COMP D3/38.044, NDC Health/IMS Health, in *GUCE* n. L059 del 28 febbraio 2002, 1; Tribunale, 26 ottobre 2001 (Ord.), causa T-184/01 R, NDC Health/IMS Health, in *GU*, n. C144 del 15 giugno 2002, 45; Corte di giustizia, 11 aprile 2002, NDC Health c. Commissione, causa C-481/01P(R), in *Raccolta*, 2002, I-3401.

Presupposto per tale opzione, ampiamente argomentato nella decisione, fu la constatazione che il sistema a 1860 aree per il monitoraggio delle vendite di farmaci, sviluppato da IMS Health, fosse divenuto, di fatto, uno *standard* nel mercato dei sistemi di rilevamento dei dati sulle vendite dei farmaci in Germania. Tale circostanza precludeva ai concorrenti la possibilità di sviluppare e offrire con successo qualsivoglia sistema alternativo, che prescindere dalla struttura a 1860 aree, con ciò di fatto consegnando ad IMS Health il monopolio sul mercato <sup>(29)</sup>.

La ricostruzione della Commissione non convinse però il Presidente del Tribunale, che annullò la decisione, ritenendo che «La conclusione provvisoria della Commissione secondo cui il fatto di impedire l'emersione di un nuovo prodotto o servizio per il quale esiste una domanda potenziale dei consumatori non costituisce un elemento indispensabile della nozione di «casi eccezionali» messa a punto dalla Corte nella sentenza Magill rappresenta a prima vista un'interpretazione ampliata di tale nozione. Di conseguenza è solo statuendo nella causa principale che si potrà risolvere il grave dissidio relativo alla fondatezza di tale interpretazione» <sup>(30)</sup>. La Corte di giustizia confermò l'insussistenza del *fumus* necessario per concedere le misure provvisorie e la Commissione, con successiva decisione, le revocò <sup>(31)</sup>.

E' con la pronuncia pregiudiziale del 2004 su IMS Health <sup>(32)</sup> che il *test* Magill, costruito a quel punto espressamente come variante dello schema generale dalla EFD, viene definitivamente elevato dalla Corte di giustizia a regola da applicare in via esclusiva

---

<sup>29</sup> Si veda Commissione, 3 luglio 2001, cit., par. 1. Tale assunto si fondava sul fatto che il sistema era elaborato in modo da tenere in massimo conto le esigenze dei suoi utenti; che la sua messa a punto nasceva dalla collaborazione tra IMS Health e le case farmaceutiche; che, a scopo di fidelizzazione, la IMS Health l'aveva fornito gratuitamente a diversi operatori del settore e della professione medica. Il sistema era ritenuto inoltre difficilmente sostituibile, ma anche difficilmente affiancabile da altri. Sotto il primo aspetto, perché esso era stato messo a punto in collaborazione con gli stessi soggetti che avrebbero rappresentato la clientela; sotto il secondo, perché le imprese farmaceutiche avevano bisogno di monitorare i dati nel tempo e il mantenimento dello stesso sistema diveniva perciò necessario per dare un senso alla comparazione dei dati su base cronologica. Si aggiunga che il sistema evidenziava *network effects*, essendo necessario per le imprese comparare i propri dati con quelli dei concorrenti.

<sup>30</sup> Tribunale, 26 ottobre 2001 (Ord.), causa T-184/01 R, cit., par. 102.

<sup>31</sup> Corte di giustizia, 11 aprile 2002, NDC Health c. Commissione, causa C-481/01P(R), in *Raccolta*, 2002, I-3401; Commissione, 13 agosto 2003, COMP D3/38.044 - NDC Health/IMS Health: misure provvisorie, in *GUCE* n. L 268 del 18.10.2003, 69.

<sup>32</sup> Corte di giustizia, 29 aprile 2004, IMS Health/NDC Health, causa 418/01, in *Raccolta*, 2004, I-5069, par. 49.

a tutti i casi in cui si discuta dell'abusività di un rifiuto di licenza su diritti di proprietà intellettuale.

La questione sollevata dalla Commissione, della possibile rilevanza, ai fini della valutazione delle "circostanze eccezionali" che consentono la deroga allo *ius excludendi alios*, dell'afferenza del diritto la cui licenza è in contestazione ad uno *standard* venne semplicemente ignorata.

3. De facto standard e superamento del test dell'ostacolo al prodotto nuovo. A ben vedere, la storia giurisprudenziale del *new product test* evidenzia un paradosso. Mai smentito fino ad oggi dalla Corte di giustizia, in realtà, il *test* non è mai più stato richiamato in un caso comunitario successivamente alla pronuncia IMS Health. Il volgersi dell'attenzione a rifiuti riguardanti diritti di proprietà intellettuale incorporati in *standard* ne ha, infatti, decretato l'inadeguatezza in simili circostanze. Inadeguatezza che non può sorprendere. Come è stato rilevato da attenta dottrina<sup>(33)</sup>, laddove si ritenga che ad un determinato mercato non si possa accedere se non conformandosi ad uno *standard* di fatto, che incorpora diritti di proprietà intellettuale, il problema della chiusura alla concorrenza non si può risolvere con il ricorso al *new product test*. Ricorre qui, infatti, una ipotesi - diversa da quella indotta da fallimenti inerenti al funzionamento del sistema della proprietà intellettuale - di invalidazione della stessa presunzione che il sistema dei diritti di proprietà intellettuale contribuisca allo sviluppo della concorrenza dinamica. Ci si trova qui, invece, infatti a fallimenti del mercato, esterni al sistema della proprietà intellettuale. Si tratta di ipotesi che si verificano quando nel mercato di riferimento assumono rilevanza fenomeni come i *network effects* e il *tipping*, i quali conferiscono (o contribuiscono a conferire) una posizione dominante sull'intero mercato di riferimento al titolare dei diritti incorporati in quelli che, di fatto, si affermano come *standard*. Viene perciò messa in crisi la stessa distinzione tra *competition by imitation* e *competition by substitution*, e la regola dell'ostacolo al prodotto nuovo, che su di essa si basa, non è di alcun ausilio.

Quale regola, dunque, per casi del genere?

Come si è visto, nel primo caso in cui la Commissione ha ritenuto di individuare tale situazione, cioè nel procedimento per misure provvisorie contro IMS Health, ne ha

---

<sup>33</sup> J. DREXL, *Abuse of Dominance*, (nt. 24); T. KÖRBER, *Standardessentielle Patente*, (nt. 11), 33 (183).

fatto discendere *tout court* un obbligo di concedere licenza, ritenendo di dover fare riferimento allo statuto generale della EFD.

Non può omettersi di rilevare come rischio insito in tale soluzione fosse quello di aprire ad un indiscriminato obbligo di concedere licenza su diritti essenziali per *imitare* un prodotto di successo, riaprendo così il conflitto tra quanti pensano che debba soccombere la concorrenza<sup>(34)</sup>, quanti pensano il contrario<sup>(35)</sup> e quanti ritengono che la soluzione più appropriata al problema non possa risiedere nell'applicazione del diritto *antitrust*<sup>(36)</sup>. Rischio al quale si può sfuggire solo calibrando bene l'attribuzione della qualifica di *standard*, alla quale collegare l'imposizione di obblighi di licenza, e, quindi, circoscrivendo adeguatamente il perimetro di tali obblighi alla necessità di assicurare la quelle interoperabilità e/o compatibilità tra prodotti e/o processi che rappresentano il *proprium* dello *standard*. Ne deriva che, per valutare correttamente la sussistenza di simili situazioni non può rinunciarsi ad una ponderazione degli effetti del rifiuto di licenza sui mercati rispetto ai quali lo *standard* è condizione di accesso.

E' quanto emerge dalla più importante decisione in tema di *de facto standard* fino ad oggi adottata dalla Commissione (stavolta confermata dal Tribunale), e cioè Microsoft<sup>(37)</sup>. Decisione, si badi, di poco antecedente alla pronuncia pregiudiziale della Corte su IMS Health, ma successiva all'annullamento della decisione su misure provvisorie nella controversia tra NDC Health e IMS Health.

Alla sua base (per la parte relativa al rifiuto di rivelare i codici idonei a consentire l'interoperabilità con il sistema Windows) vi è l'individuazione nella *domain architecture* del sistema operativo di Microsoft di un *de facto standard* per lo sviluppo di «work group computing of which PCs are a key component», dato che «Once Microsoft establishes

---

<sup>34</sup> Esemplare, sul punto, la posizione di K. GLAZER, *The IMS Health Case: A U.S. Perspective*, in *Geo.Mason L. Rev.*, 2006, 1197, per il quale «That's not an 'exceptional circumstance' because that potential exists in all IPR cases and is tantamount to saying that we will strip the IPR holder of its rights only if it has been very successful».

<sup>35</sup> Li si veda adesso sintetizzati in K. H. F. KWOK, *A New Approach to Resolving Refusal to License Intellectual Property Rights Disputes*, in *World Competition*, 2011, 261.

<sup>36</sup> In tal senso, R. PARDOLESI, M. GRANIERI, (nt. 6), 1, i quali propendono per una soluzione regolatoria.

<sup>37</sup> Commissione, 24 marzo 2004, caso COMP/C-3/37.792, Microsoft; Tribunale, 17 settembre 2007, Causa T-201/04, Microsoft, in *Raccolta*, 2007 pag. II-03601, par. 632, nella parte relativa al rifiuto ad un concorrente di fornire le informazioni necessarie per consentirgli la interoperabilità col sistema Windows. La letteratura sul caso Microsoft e sulle sue ricadute teoriche e pratiche è assai ricca. Si vedano, da ultimi, M. REYNOLDS – C. BEST, *Article 102 and Innovation: The Journey Since Microsoft*, in *International antitrust law and policy: Fordham competition law*, 2012, 321.

privileged support for a given work group service technology in its dominant PC operating system, alternative solutions cannot compete»<sup>(38)</sup>. Se, dunque «alternative solutions cannot compete», il fine dell'obbligo di condividere le informazioni su detto sistema operativo è consentire il «development of compatible products», e non di copiare il sistema operativo stesso<sup>(39)</sup>.

Quanto alla metodologia con la quale il rifiuto di licenze è affrontato in tale caso, la Commissione, attraverso una rilettura (per la verità piuttosto addomesticata ...) dei precedenti in materia di rifiuto abusivo di contrattare, respinge l'impostazione che vorrebbe sostenere l'esistenza di una «exhaustive checklist of exceptional circumstances» per ciò che riguarda il rifiuto di concedere licenze su IPRs<sup>(40)</sup>. Tuttavia, stavolta non approda ad un obbligo generalizzato di concedere licenza, ritenendo, piuttosto, di dover analizzare «the entirety of the circumstances surrounding a specific instance of a refusal to supply and must take its decision based on the results of such a comprehensive examination»<sup>(41)</sup>. Sotto tale aspetto, essa argomenta in termini ampi circa le conseguenze del comportamento di Microsoft, in termini di rischio di eliminazione della concorrenza – intesa anche come introduzione di prodotti innovativi - sul mercato per l'accesso al quale l'interoperabilità con il sistema Windows è indispensabile<sup>(42)</sup>.

All'obiezione di Microsoft che il rifiuto sarebbe giustificato perché l'obbligo di rivelare le informazioni di interfaccia con il proprio sistema operativo deprimerebbe i propri incentivi all'innovazione, la Commissione oppone un inedito *incentives balance test*, il cui esito è l'affermazione che l'obbligo di fornire le informazioni per la interoperabilità con il sistema Windows incrementerebbe e non deprimerebbe gli incentivi della stessa Microsoft ad innovare<sup>(43)</sup>. Del quadro entro il quale era maturato il *new product test* resta, insomma, solamente il presupposto della tutela “funzionalizzata” della proprietà

<sup>38</sup> Commissione, 24 marzo 2004, cit., par. 697.

<sup>39</sup> *Ibidem*, par. 572.

<sup>40</sup> *Ibidem*, par. 555.

<sup>41</sup> *Ibidem*, par. 558.

<sup>42</sup> *Ibidem*, par. 694: «Due to the lack of interoperability that competing work group server operating system products can achieve with the Windows domain architecture, an increasing number of consumers are locked into a homogeneous Windows solution at the level of work group server operating systems. This impairs the ability of such customers to benefit from innovative work group server operating system features brought to the market by Microsoft's competitors. In addition, this limits the prospect for such competitors to successfully market their innovation and thereby discourages them from developing new products».

<sup>43</sup> *Ibidem*, par. 724 ss. Sul tema, si veda S. VEZZOSO, *The incentives balance test in the EU Microsoft case: a pro-innovation 'economics-based' approach?*, in *European Comp. L. R.*, 2006, 382.

intellettuale: essa può cessare nelle circostanze in cui non opera più a favore della promozione della concorrenza dinamica, bensì contro.

Il Tribunale, pronunciandosi in sede di gravame (e siamo stavolta già in un momento successivo alla sentenza pregiudiziale delle Corte di giustizia su IMS Health), approva questa volta l'impostazione della Commissione, concordando che «la circostanza relativa alla comparsa di un prodotto nuovo, come prevista dalle sentenze Magill e IMS Health (...) non può costituire l'unico parametro che consente di stabilire se il rifiuto di concedere in licenza un diritto di proprietà intellettuale possa portare pregiudizio ai consumatori ai sensi dell'art. 82, secondo comma, lett. b), CE. Come risulta infatti dalla lettera di tale disposizione, il detto pregiudizio può verificarsi in presenza di una limitazione non solo della produzione o degli sbocchi, ma anche dello sviluppo tecnico»<sup>(44)</sup>. Osserva, in conclusione, che «una volta eliminato l'ostacolo rappresentato, per i concorrenti della Microsoft, dall'insufficiente grado di interoperabilità con l'architettura di dominio Windows, essi saranno in grado di offrire sistemi operativi per server per gruppi di lavoro che, lungi dal rappresentare una semplice riproduzione dei sistemi Windows già presenti sul mercato, si distingueranno da questi ultimi relativamente a parametri importanti per i consumatori»<sup>(45)</sup>.

Della centralità del *test* dell'ostacolo al prodotto nuovo non vi è, dunque, più traccia. Tale *test*, del resto, non viene neppure menzionato negli *Orientamenti sulle priorità della Commissione nell'applicazione dell'articolo 82 del trattato CE al comportamento abusivo delle imprese dominanti volto all'esclusione dei concorrenti*<sup>(46)</sup>.

---

<sup>44</sup> Tribunale, 17 settembre 2007, par. 647.

<sup>45</sup> *Ibidem*, par. 656.

<sup>46</sup> In tale sede, al tema del *refusal to licence* viene dedicato solo una rapido cenno, tutt'altro che confermativo del *test*. Si veda il Par. 78: «Il concetto di rifiuto di effettuare forniture copre una vasta gamma di pratiche, quale il rifiuto di fornire prodotti a clienti nuovi o esistenti, di concedere in licenza diritti di proprietà intellettuale, anche quando la licenza è necessaria per fornire informazioni di interfaccia, o di concedere l'accesso a un impianto o a una rete essenziali». Non può non rilevarsi come al tema fosse invece dedicato ampio spazio nel *DG Competition discussion paper on the application of Article 82 of the Treaty to exclusionary abuses*, Brussels December 2005, ostanzialmente riferendosi alla *new product rule*.

Certo, si può esprimere qualche dubbio sul grado di prevedibilità di decisioni basate su un'analisi sostanzialmente priva di una regola-guida, ma questo è, probabilmente, un limite più generale del *more economic approach* introdotto dalla Commissione nell'ambito dell'applicazione del diritto degli abusi di posizione dominante. Sul dibattito relativo al *more economic approach*, si vedano F. DENOZZA, A. TOFFOLETTO, *Contro l'utilizzazione dell' "approccio economico" nell'interpretazione del diritto antitrust*, in *Mercato, Concorrenza, Regole*, 2006, 563; R. PARDOLESI, *Chi ha paura dell'interpretazione economica del diritto antitrust?*, *ivi*, 2007, 119 ss.; M. POLO, *A favore di un approccio economico nell'applicazione del diritto antitrust*, *ivi*, 129 ss. e *L'intervento antitrust in*

4. *Richiesta di inibitoria su essential IPRs e abuso di posizione dominante: giurisprudenze nazionali e recente prassi comunitaria.* Come si accennava in precedenza, la questione dell'attrito tra titolarità di brevetti attinenti a tecnologie divenute *standard* si è però negli ultimi anni imposta all'attenzione specialmente con riferimento a *de iure standard* e ai connessi obblighi di concedere licenze a condizioni FRAND. Questione certo deflagrata con le *smartphone wars*, ma, in realtà, già occasionalmente emersa con riferimento a vicende maturate nel contesto di altri mercati.

Di essa si sono dovute occupare innanzitutto le giurisprudenze di numerosi stati membri. Uno sguardo comparativo evidenzia però che, a fronte della comunanza dell'oggetto della controversie affrontate, la scelta di trattarla alla luce della normativa *antitrust* è stata nettamente minoritaria<sup>(47)</sup>, riscontrandosi essa solamente nella (poca) giurisprudenza italiana e in quella (piuttosto cospicua) tedesca.

Quanto alla prima, nel 2004 il Tribunale di Genova fu chiamato a pronunciarsi su una controversia riguardante gli IPRs incorporati nel cd. Orange-Book Standard (il pacchetto dei brevetti, di titolarità della Philips e della Sony, riguardanti la tecnologia dei CD-R e CD-RW)<sup>(48)</sup>. Secondo il modello già descritto in precedenza, i presunti

---

*materia di pratiche escludenti: lezioni dal dibattito recente, in 20 anni di Antitrust*, a cura di C. RABITTI BEDOGNI, P. BARUCCI, Giappichelli, Torino, 2010, 677 ss., dove l'A. ammette che l'affermazione secondo la quale il *form-based approach* presenta una maggiore prevedibilità dei criteri di valutazione per le imprese sottoposte alla disciplina antitrust, e ad una conseguente maggior certezza giuridica dell'intervento «contiene un elemento di verità, ma non va eccessivamente enfatizzato, dal momento che le pratiche concrete adottate dalle imprese, seguendo questo approccio, debbono essere riportate, con una operazione di interpretazione, a delle fattispecie definite in termini più generali, introducendo un elemento di discrezionalità e imprevedibilità in quella che a prima vista potrebbe sembrare una operazione di mera traduzione»; M. LIBERTINI, *Concorrenza*, (nt. 23), 221 ss., nota 116.

<sup>47</sup> Si vedano, ad es., in Olanda, Corte distrettuale dell'Aja, 17 marzo 2010, cause riunite n. 316533/HA ZA 08-2522 e 316535/HA ZA 08-2524, e 14 marzo 2012, 400367/HA ZA 11-2212, 400376/HA ZA 11-2213 e 400385/HA ZA 11-2215, Samsung/Apple; nel regno Unito, High Court of Justice 18 maggio 2012 (2012 EWHC 1446 (Ch), Case No. HC10 C01233, 18.05.2012, Nokia/IPCom); in Francia, Tribunal de Grande Instance, Paris, 8 dicembre 2011, No. 11/58301, Samsung Electronics Co. and Samsung Electronics France v. S.A.R.L. Apple France. Sulla proposizione di analoghe tematiche nella recente giurisprudenza di paesi extracomunitari, si vedano L.B. GREENFIELD, H. SCHNEIDER, J. MUELLER, *SEP Enforcement Disputes Beyond the Water's Edge: A Survey of Recent Non-U.S. Decisions*, in *Antitrust*, 2013, 50. Fuori dall'ambito di applicazione della disciplina *antitrust* si collocano anche Trib. Milano, ordinanza 18 ottobre/2 novembre 2011, della quale si fornisce un resoconto nel *report* di M. TAVASSI, in *Information Technology, Innovation and Competition Law: the Role of the Courts*, Workshop Assonime – Casrip – Luiss, Rome, July 15, 2013, Note e Studi Assonime, n. 9/2013.

<sup>48</sup> Trib. Genova, ord. 8 maggio 2004, in *Il diritto industriale*, 2005, 500, con nota di M. GRANIERI. Una sintesi della decisione e delle due analoghe decisioni 14 ottobre 2004 e 15 novembre 2004 si trova M.

contraffattori si difendevano denunciando che l'azione giudiziaria avviata nei loro confronti costituiva abuso di posizione dominante, *sub specie* di rifiuto di concedere licenze sugli IPRs in questione. La corte genovese affrontò la vicenda applicando lo schema generale della EFD. Su tale base, escluse che la domanda di inibitoria del titolare dei brevetti costituisse violazione dell'art. 3 della l. n. 287/90, in quanto il contraffattore non aveva mai richiesto alcuna licenza. Mancava, dunque, il requisito fondamentale del rifiuto.

Più di recente, nel contesto dello scontro tra i maggiori produttori di *smartphones* si è pronunciato, con due ordinanze in sede cautelare, il Tribunale di Milano <sup>(49)</sup>. Nelle ipotesi decise, Samsung aveva chiesto di inibire in via cautelare a Apple l'utilizzazione di un brevetto sulla tecnologia di trasmissione 3G, e Apple aveva fatto ricorso alla *FRAND defence*, denunciando, tra l'altro, come abuso di posizione dominante l'azione di Samsung. Il Tribunale ha rigettato la domanda di Samsung, considerando, da un lato, che tra le parti erano già intercorsi seri tentativi di negoziazione per la concessione di una licenza; dall'altro, che si dovesse applicare una «regola della logica 'caso per caso' (...) dando luogo ad un bilanciamento di interessi tra tutela della concorrenza e legittimo esercizio della privativa brevettuale». Su questa base, in particolare, ha valutato che le conseguenze che la concessione del provvedimento d'urgenza avrebbe potuto produrre per la resistente si prospettavano più gravi del pregiudizio che il suo diniego avrebbe potuto arrecare alla ricorrente <sup>(50)</sup>.

---

SCUFFI, M. TAVASSI (a cura di), *Le sezioni specializzate italiane della proprietà industriale e intellettuale. Rassegna di giurisprudenza. Italian IP Courts Case Law Report*, 2004, nn. 219, 223, 224.

<sup>49</sup> Trib. Milano, ordinanze 16 dicembre 2011 (dep. il 5 gennaio 2012), delle quali si fornisce ampio resoconto in M. TAVASSI, G. BELLOMO, *Rassegna di giurisprudenza civile in materia antitrust (anno 2011)*, in *Concorrenza e mercato*, 2012 e M. TAVASSI, in *Information Technology*, (nt. 47).

<sup>50</sup> In *Ibidem*, viene fornita una sorta di interpretazione autentica della differenza tra la ordinanza milanese del novembre 2011 (citata alla nota precedente) e quelle, di diverso segno, di dicembre, spiegandosi che «The different solutions of the cases (...) are justified by the existence or non existence of a previous approach by the company interested in implementing the standard patent towards the patent owner to obtain a licence right at "frand" conditions. When this approach is done seriously and is able to demonstrate the good faith of the party, the Courts generally decide to grant injunctive relief towards the owner if the refusal to grant a licence appears unreasonable. At the contrary, if this approach does not exist or was not serious, the Courts decide to grant injunctive relief towards the company that has exploited the patent without seeking a licence of the latter. At the end of this examination we can say it is a matter of good faith or bad faith that can be assessed by the case by case rule». Pare a chi scrive che emerga così un'ambiguità di fondo, che troviamo esaltata nella giurisprudenza tedesca: una controversia che, a torto o a ragione, si ritiene – almeno nell'esempio più recente, di dover trattare con il ricorso a categorie *antitrust*, viene decisa con argomentazioni squisitamente civilistiche, senza in realtà condurre alcuna analisi di tipo *antitrust*.

Ben più consistente, come si è detto, la giurisprudenza tedesca, che annovera già numerose decisioni di merito e due pronunce del BGH, di cui l'ultima, anch'essa relativa al già richiamato Orange-Book Standard, è del 2009 (<sup>51</sup>).

In quest'ultima, vero e proprio *leading case*, fatto oggetto di vasto interesse in dottrina (<sup>52</sup>), il BGH ha ritenuto che il tentativo di inibire l'utilizzazione di un SEP costituisca abuso di posizione dominante solo laddove il resistente dimostri a) di avere in precedenza formulato al titolare del brevetto un'offerta incondizionata e irrevocabile di accordo di licenza a condizioni FRAND, tale che il titolare non avrebbe potuto rifiutarla senza con ciò agire in termini discriminatori o anticoncorrenziali, e b) di avere adempiuto agli obblighi scaturenti dal contratto di licenza che egli avrebbe voluto concludere, incluso il pagamento delle *royalties* relative al periodo in cui il brevetto è già stato utilizzato o il deposito delle corrispondenti somme (<sup>53</sup>). La sentenza segue di qualche

---

<sup>51</sup> BGH 06.05.2009, KZR 39/06. Successivamente alla pronuncia del BGH, si vedano anche LG Mannheim 02.05.2012, 2 O 240/11 e 2 O 376/11, BeckRS 2012, 11804 e11805; OLG Karlsruhe 23.01.2012, 6 U 136/11.

Le spiegazioni proposte per questa tendenza a localizzare in larga misura in Germania tale tipo di contenzioso fanno riferimento 1) all'ampiezza di quel mercato; 2) all'esperienza maturata dai giudici di quel paese in materia brevettuale; 3) la rapidità dei procedimenti, in parte dovuta al loro svolgimento per iscritto e alla mancanza 4) all'ampio ricorso ad ingiunzioni, data la mancata previsione in quella fase del rimedio risarcitorio 5) la separazione tra i procedimenti per contraffazione e quelli concernenti la validità del brevetto e la circostanza che l'ingiunzione viene accordata se esiste almeno un 20% di possibilità che il brevetto sia valido (si veda M. A. CARRIER, *A Roadmap to the Smartphone Patent Wars and FRAND Licensing*, in *CPI Antitrust Chronicle*, April 2012, all'indirizzo web <http://ssrn.com/abstract=2050743>).

<sup>52</sup> Tra i numerosi commenti, si vedano D. JESTAED, *Der Lizenzerteilungsanspruch nach der BGH-Entscheidung "Orange-Book-Standard"*, in *GRUR*, 2009, 801; V. GÄRTNER, *Der kartellrechtliche Zwangslizenzeinwand im Patentverletzungsstreit — "Orange Book-Standard" und seine Folgen für die Praxis*, in *Mitteilungen der deutschen Patentanwälte*, 2009, 440; P. MAUME, C. TAPIA, *Der Zwangslizenzeinwand ein Jahr nach Orange Book Standard – mehr Fragen als Antworten*, in *GRUR-Int.*, 2010, 923; G.K. DE BRONETT, *Gemeinschaftsrechtliche Anmerkungen zum "Orange-Book-Standard"-Urteil des BGH*, in *Wuw*, 2009, 899; H. ULLRICH, *Patents and Standards – A Comment on the German Federal Supreme Court Decision*, in *IIC* 2010, 337 (particolarmente critico sulla sentenza). Per recenti commenti su tale indirizzo giurisprudenziale, si vedano, H. DEICHFUSS, *Die Rechtsprechung der Instanzgerichte zum kartellrechtlichen Zwangslizenzeinwand nach "Orange-Book-Standard"*, in *WuW*, 2012, 1156; S. BARTHELMESS, R. LARS-PETER, *Die "Unbedingtheit" eines Lizenzangebotes als Voraussetzung des kartellrechtlichen Zwangslizenzeinwands im patentrechtlichen Unterlassungsverfahren*, in *WuW*, 2013, 116; T. KÖRBER, *Machtmissbrauch durch Erhebung patentrechtlicher Unterlassungsklagen*, in *WRP*, 2013, 734 e *Kartellrechtlicher Zwangslizenzeinwand* (nt. 12); A. VERHAUWEN, *"Goldener Orange-Book-Standard" am Ende?*, in *GRUR*, 2013, 558; A. WALZ, *Patentverletzungsklagen Im Lichte des Kartellrechts. In Sachen Europäische Kommission gegen Orange-Book*, in *GRUR Int.*, 2013, 718.

<sup>53</sup> Dati alla mano, è stato rilevato come, la pronuncia del BGH abbia provocato una drastica riduzione dei procedimenti avviati da titolari di SEPs, conclusisi con la prevalenza del *defender*: l'accoglimento della *Zwangslizenzverteidigung* si è avuto, infatti, in pochissimi casi, su centinaia in cui è stata tentata. Si veda A. VERHAUWEN, (nt. 52).

anno la decisione del medesimo BGH Standard-Spundfass<sup>(54)</sup>, con la quale era stato stabilito che commette un abuso di posizione dominante il titolare di un brevetto incorporato in uno *standard*, il quale, sfruttando il potere conferitogli dal fatto che l'accesso ad un mercato a valle dipende dall'utilizzazione di quel brevetto, assegna le licenze in modo da restringere l'accesso a detto mercato.

Il tema della possibile illiceità, *ex art.* 102 T<sup>fu</sup>, del tentativo del titolare di impedire l'utilizzo di SEPs, ha trovato eco anche presso la Commissione UE, che negli ultimi anni è stata molto attiva nel contrastare possibili abusi da parte dei titolari di SEPs. In particolare, nel contesto delle *smartphone wars*, tra il 2012 e la metà del 2013, essa ha avviato tre procedimenti analoghi, per abuso di posizione dominante, a carico di Motorola, Samsung e, ancora, Motorola<sup>(55)</sup>. Solo nell'ultimo caso si è giunti ad una

---

E' interessante notare come su analoga controversia intercorrente tra le stesse parti la Corte distrettuale dell'Aja, 17 marzo 2010, cit., abbia deciso che non può paralizzarsi l'azione legale volta a porre fine alla violazione del brevetto, in base all'affermazione che il contraffattore avrebbe avuto diritto ad una licenza a condizioni FRAND. La Corte olandese ha esplicitamente preso le distanze dalla posizione espressa dal BGH, ritenendo che essa 1) contrasti con il diritto olandese dei brevetti; 2) crei incertezza giuridica; 3) non sia necessaria per la promozione del legittimo interesse del convenuto.

<sup>54</sup> BGH 13.07.2004, KZR 40/02.

<sup>55</sup> Per i procedimenti avviati nel 2012 nei confronti della Motorola e della Samsung, si vedano le *press releases* del 31 gennaio 2012, IP/12/89 ([http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-12-89\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-89_en.htm)); 21 dicembre 2012, IP/12/1448 ([http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-12-1448\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1448_en.htm)); 3 aprile 2012, IP/12/345 ([http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-12-345\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-345_en.htm)). Per il procedimento del 2013, si veda la *press release* IP/13/406, all'indirizzo web [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-13-406\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-406_en.htm). Si veda anche il memo (MEMO/13/403, reperibile all'indirizzo web [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-13-403\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-403_en.htm)) che, in forma di domande e risposte, illustra la posizione generale della Commissione sul tema. Nel procedimento annunciato con la IP/12/1448, Samsung, il 17 ottobre 2013 ha presentato impegni, volti a far chiudere l'istruttoria senza giungere all'accertamento dell'eventuale infrazione (si veda IP/13/971 all'indirizzo web [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-13-971\\_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-971_en.htm?locale=en)). In particolare, Samsung si è impegnata per cinque a non agire in giudizio per bloccare l'utilizzo dei propri *SEPs* per l'implementazione delle tecnologie negli *smartphones* e nei *tablets (mobile SEPs)*, nei confronti di qualunque impresa che accetti un determinato schema di licenza. Tale schema prevede, in sintesi, 1) una negoziazione di dodici mesi per la determinazione dei termini FRAND e 2) se la negoziazione non ha successo, la rimessione ad una terza parte, corte o arbitratore, secondo l'accordo delle parti. Per il testo completo degli impegni, si veda [http://ec.europa.eu/competition/antitrust/cases/dec\\_docs/39939/39939\\_1301\\_5.pdf](http://ec.europa.eu/competition/antitrust/cases/dec_docs/39939/39939_1301_5.pdf). Gli impegni sono stati accolti e resi vincolanti dalla Commissione il 29 aprile 2014 (IP/14/490).

In precedenza, la Commissione aveva avviato alcuni procedimenti, nessuno dei quali chiusi con una decisione. In particolare, ha abbandonato, per mancanza di prove e a fronte del ritiro delle denunce, un'indagine per abuso di posizione dominante, avviata il 1° ottobre 2007 nei confronti di Qualcomm, produttore statunitense di circuiti per telefoni cellulari, riguardo al livello delle *royalties* richieste da tale impresa per le licenze su sue tecnologie adottate come *standard* dall'ETSI (si veda MEMO/09/516, del 24 novembre 2009); ha chiuso con impegni il procedimento avviato, su basi analoghe, nei confronti di Rambus, impresa statunitense produttrice di semiconduttori e memorie per PC (si veda MEMO/09/544, del 9 dicembre 2009); ha, infine, chiuso, per il ritiro della denuncia e l'assunzione di impegni a concedere licenze a condizioni FRAND, un procedimento nei confronti di

decisione, il 29 aprile 2014, e questa è stata di condanna per abuso di posizione dominante della Motorola Mobility Holding, Inc. (MMH), società dal 2011 controllata da Google. L'imputazione è quella di aver tentato di ottenere da una corte tedesca un'inibitoria contro la Apple, in relazione all'utilizzo di SEPs incorporati nella tecnologia GPRS per le comunicazioni mobili e *wireless*, selezionata quale *standard* nell'ambito dell'ETSI (European Telecommunications Standards Institute). All'atto della convergenza sullo *standard* in questione, MMH aveva dichiarato l'impegno a concedere in licenza, a condizioni FRAND, sui brevetti ritenuti essenziali per l'implementazione di detta tecnologia <sup>(56)</sup>.

La condanna della MMH viene, nella *press release*, così motivata: «Seeking injunctions before courts is generally a legitimate remedy for patent holders in case of patent infringements. However, the seeking of an injunction based on SEPs may constitute an abuse of a dominant position if a SEP holder has given a voluntary commitment to license its SEPs on FRAND terms and where the company against which an injunction is sought is willing to enter into a licence agreement on such FRAND terms. Since injunctions generally involve a prohibition of the product infringing the patent being sold, seeking SEP-based injunctions against a willing licensee could risk excluding products from the market. Such a threat can therefore distort licensing negotiations and lead to anticompetitive licensing terms that the licensee of the SEP would not have accepted absent the seeking of the injunction. Such an anticompetitive outcome would be detrimental to innovation and could harm consumers».

La Commissione ha però deciso, significativamente, di non irrogare a Motorola alcuna sanzione «in view of the fact that there is no case-law by the European Union Courts dealing with the legality under Article 102 TFEU of SEP-based injunctions and that national courts have so far reached diverging conclusions on this question».

5. *Abusi su SEPs: mercato rilevante e posizione dominante*. Sul rapporto tra l'approccio delle corti nazionali e, in particolare, sulla posizione del BGH in Orange-Book Standard,

---

IPCom, denunciata da Nokia, per non avere assunto detti impegni in relazione a SEPs nel settore delle telecomunicazioni (che IPCom aveva acquisito dalla Bosch, la quale, invece, si era impegnata) (si veda MEMO/09/549, del 10 dicembre 2009).

<sup>56</sup> Si veda la *press release* IP/14/489.

e quello della Commissione, soprattutto in ambito germanico si è sviluppato un ampio dibattito <sup>(57)</sup>. E', infatti, sembrato ai più (e, come si è visto, il dato non è sfuggito alla Commissione) che tra le condizioni richieste dal BGH per ritenere valida la *Zwangslizenzverteidigung* e quelle che indicate nelle *press releases* della Commissione, vi sia un evidente scarto, apparendo ben più rigorosa, in termini di requisiti per la valutazione del comportamento del SEP *holder* in termini di abuso di posizione dominante, la posizione del BGH <sup>(58)</sup>. Ciò tanto che, nel marzo del 2013, in occasione di una controversia tra Huawei ZTE, il Landgericht Düsseldorf ha sollevato dinanzi alla Corte di giustizia una questione pregiudiziale. In estrema sintesi, il Tribunale chiede alla Corte di giustizia di determinare a quali condizioni l'azione inibitoria del titolare di un IPR possa considerarsi abusiva, alla luce delle differenze di impostazione che si riscontrerebbero sul punto tra il BGH e la Commissione <sup>(59)</sup>.

In realtà, tale dibattito si avvia, con tratti di autentica pedanteria, intorno a profili di dettaglio, mancando di affrontare le questioni sistematiche che l'applicazione, nei termini attuali, della disciplina dell'abuso ai rifiuti di licenza su SEPs solleva. Se si pone, invece, attenzione a queste, da un lato non si può negare che, per un verso, tra l'attuale prassi della Commissione (per quanto essa possa essere ricostruita attraverso comunicati stampa) sia rinvenibile un parziale legame con la precedente prassi della Commissione in tema di *refusal to licence*; dall'altro, che il peculiare contesto in cui ci si muove – *standard* selezionati consensualmente nell'ambito di SSOs – induca ad una semplificazione del percorso argomentativo, che nasconde l'impossibilità di trattare la materia con uno strumentario più coerente con detto contesto, ma difficilmente utilizzabile.

Il primo passaggio, rispetto al quale operare la verifica, è quello riguardante la costruzione del mercato rilevante e della posizione dominante.

---

<sup>57</sup> Si veda la dottrina indicata alla nota 53.

<sup>58</sup> Per T. KÖRBER, *Kartellrechtlicher Zwangslizenzeinwand* (nt. 12), 104 (251) ss., la pronuncia del BGH Orange-Book Standard è contraria al diritto comunitario.

<sup>59</sup> LG Düsseldorf, 21.03.2013, Huawei Technologies Co. Ltd/ZTE Corp., ZTE Deutschland GmbH. Il Tribunale chiede 1) se ci si debba accontentare della disponibilità a negoziare una licenza ovvero sia necessaria un'offerta vincolante e l'adempimento delle obbligazioni derivanti dalla ipotetica licenza; 2) nel primo caso, a quali condizioni dovrebbe essere espressa tale disponibilità; 3) nel secondo caso, a quali condizioni dovrebbe essere espressa l'offerta vincolante; 4) nel caso in cui si richieda l'adempimento delle obbligazioni derivanti dalla ipotetica licenza, a quali condizioni esso debba essere effettuato, se si debbano rivelare anche precedenti contraffazioni del brevetto e se possa bastare una garanzia dell'adempimento; 5) se per le precedenti contraffazioni del brevetto sia sufficiente offrire le *royalties* ovvero si debbano risarcire i danni.

La Commissione, nei casi attualmente in corso e nella fresca decisione del 2014, individua il mercato rilevante in quello delle licenze relative a ciascuno *standard essential patent* incorporato in uno *standard*, ed è su tale mercato che costruisce la posizione dominante. Lo si desume dai riferimenti al rischio di *hold-up* da parte del singolo *SEP holder*, ma tale impostazione trova conferma, in termini espliciti, nella decisione, in materia di concentrazioni, Google/MMI, nella quale, discutendo di SEPs componenti il sistema operativo *Android* per apparati mobili, la Commissione considera «that each SEP can be considered as a separate market in itself as it is necessary to comply with a standard and thus cannot be designed around, i.e. there is by definition no alternative or substitute for each such patent. The relevant market in this case is thus the (at least) EEA-wide market for the licensing of each of the relevant SEPs that Google will acquire from Motorola Mobility following the transaction»<sup>(60)</sup>.

Il controllo del mercato, così costruito, rileva certo in quanto «injunctions generally involve a prohibition of the product infringing the patent being sold, seeking SEP-based injunctions against a willing licensee could risk excluding products from the market»<sup>(61)</sup>, ma non pare che sia a quest'ultimo mercato che si guarda nella costruzione della dominanza e, come si vedrà, almeno in parte, dell'abuso.

Non diversamente avviene nei giudizi svoltisi dinanzi alle corti nazionali che hanno optato per l'applicazione delle norme *antitrust* alla controversie su SEPs e impegni FRAND, anche se in essi mercato rilevante e posizione dominante vengono considerati in genere di sfuggita e, in alcuni casi, manca addirittura ogni riferimento. Così, nella sentenza *Standard-Spundfass* il BGH affermò chiaramente che il mercato rilevante è quello delle licenze sul brevetto essenziale, mercato nel quale il titolare del brevetto è, ovviamente, dominante<sup>(62)</sup>, ma non mancò di considerare anche l'effetto che il dominio su tale mercato poteva produrre ai fini del controllo del mercato a valle dei prodotti da

---

<sup>60</sup> Case No COMP/M.6381. Per una ulteriore conferma, si veda il discorso del commissario alla concorrenza, J. ALMUNIA, *Industrial policy*, (nt. 3): «Once a standard is adopted, it becomes the norm and the underlying patents are indispensable. Owners of these standard-essential patents are conferred a power on the market that they cannot be allowed to misuse».

<sup>61</sup> *Press release* IP/14/489, cit.

<sup>62</sup> BGH 13.07.2004, cit., nella quale si legge (A.III.2) che al rifiuto di licenza in questione si deve applicare il § 20 Abs. 1 GWB, «weil die Vergabe von Lizenzen am Klagepatent sachlich einen eigenen Markt bildet und die Klägerin diesen Markt als einzige Anbieterin beherrscht».

conformare allo standard <sup>(63)</sup>. Quasi nulla sul punto si dice, invece, nella pronuncia del medesimo BGH sull'Orange Book Standard, nella quale ci si limita a sostenere l'abusività del tentativo di impedire l'uso di un brevetto (equiparato al rifiuto di concedere licenza sul medesimo) o la gestione discriminatoria delle licenze «Denn das marktbeherrschende Unternehmen hindert damit das andere Unternehmen an dem Marktzutritt, den es durch den Abschluss des Lizenzvertrages zu eröffnen verpflichtet ist» <sup>(64)</sup>. Qui, del resto, l'interesse della Suprema Corte appare già interamente assorbito dalla individuazione delle condizioni alle quali possa considerarsi efficacemente effettuata una richiesta di licenza FRAND.

Nelle decisioni cautelari italiane ricordate, il riferimento alla dominanza è o estremamente generico (è il caso dell'ordinanza del Tribunale di Genova) o del tutto omesso (è il caso delle ordinanze milanesi).

La soluzione che individua la dominanza con riferimento al possesso delle chiavi, piuttosto che al mercato che queste consentono di aprire, senza considerare la posizione di chi le detiene su tale mercato, non è inedita. Come avevo già in passato ritenuto, essa è un portato della stessa adozione della EFD, per cui, nel momento in cui la posizione dominante diviene oggettiva capacità di impedire un'attività altrui su un qualunque mercato, essa diventa meno posizione dominante e più potere escludente, cioè capacità di controllare o modificare dall'esterno le regole del gioco su quel mercato <sup>(65)</sup>.

Non possono ignorarsi le conseguenze di tale impostazione.

---

<sup>63</sup> *Ibidem*: «Ist durch eine Industrienorm oder durch ein anderes, von den Nachfragern wie eine Norm beachtetes Regelwerk eine standardisierte, durch Schutzrechte geschützte Gestaltung eines Produkts vorgegeben, so bildet die Vergabe von Rechten, die potentielle Anbieter dieses Produkts erst in die Lage versetzen, das Produkt auf den Markt zu bringen, regelmäßig einen eigenen, dem Produktmarkt vorgelagerten Markt. Denn die Erlangung solcher Rechte ist für ein Unternehmen, welches das "Normprodukt" herstellen oder vertreiben will, unersetzlich».

<sup>64</sup> BGH, 06.05.2009, cit., par. 27.

<sup>65</sup> Si veda, V. MELI, *Rifiuto di contrattare*, (nt. 13), 137 ss. Nel Rapporto dell'EACGP del luglio 2005, che diede il via alla discussione che portò all'emanazione dei citati *Orientamenti sulle priorità della Commissione nell'applicazione dell'articolo 82 del trattato CE al comportamento abusivo delle imprese dominanti volto all'esclusione dei concorrenti*, si riteneva addirittura che l'*economic approach* ivi proposto implicasse che «there is no need to establish a preliminary and separate assessment of dominance», dato che l'«anti-competitive effect is what really matters and is already proof of dominance» (si veda Report by the EACGP, *An economic approach to Article 82*, July 2005, 4). La Commissione non accolse tale suggerimento e, nel testo definitivo degli Orientamenti, preferì riproporre il percorso tradizionale, che vede come primo passaggio necessario la individuazione della posizione dominante, effettuata prevalentemente in termini strutturali.

In primo luogo, la mancanza di riferimento alla posizione dei titolari di SEPs nei mercati a valle consente di imputare abusi di posizione dominante anche a soggetti che su tali mercati non operano. In secondo luogo, se si considera che nel contesto indicato (*de iure standard*, adottati nell'ambito di SSOs) è normale che lo *standard* incorpori più SEPs e che tali diritti abbiano titolarità diverse, ciascun titolare di uno di tali SEPs diviene per ciò solo potenziale destinatario di procedimenti *ex art. 102 Tfu*.

Risulta, in sostanza, qui riproposto uno schema analogo a quello del caso Magill: 1) anche lì si questionava di diritti detenuti da soggetti che non operavano nel mercato a valle (quello delle guide onnicomprensive, che ancora non esisteva) per accedere al quale essi erano richiesti; 2) anche lì l'impossibilità di operare nel mercato a valle derivava dal rifiuto collettivo, ma singolarmente opposto, da parte di più titolari di tali diritti; 3) anche lì la dominanza viene rilevata sull'oggetto dei rispettivi diritti. La fondamentale differenza è che, non dovendosi, nei casi attinenti alla standardizzazione, assicurare lo sviluppo di un prodotto nuovo, bensì l'interoperabilità di prodotti presenti o futuri, ogni riferimento specifico ad un mercato a valle appare impossibile e, infatti, viene omissis.

Il quadro è, tuttavia, reso più opaco dal fatto che la Commissione, nel costruire l'abuso, sembra rimanere sospesa tra l'esercizio del potere nel mercato a monte e le conseguenze su quello a valle. Da un lato, cioè, essa argomenta sul possibile sfruttamento, da parte di ogni titolare di SEPs, di situazioni di *hold-up*, che lo mettono in condizione di caricare *royalties* eccessive o di discriminare tra i potenziali licenziatari, allineandosi così alla letteratura sui rischi tipici della standardizzazione<sup>(66)</sup>, peraltro, non esente da dissensi<sup>(67)</sup>. Opera però poi un sintetico riferimento alla circostanza per cui "*Such an anticompetitive outcome would be detrimental to innovation and could harm consumers*"<sup>(68)</sup>. Il sospetto è però che tale fugace osservazione miri più ad assecondare l'esigenza di

---

<sup>66</sup> Si vedano M. LEMLEY, C. SHAPIRO, (nt. 5). Parzialmente differente l'impostazione di D. LICHTMAN, *Patent Holdouts and the Standard-Setting Process*, Univ. of Chicago Law & Econ., Olin Working Paper No. 292, 2006, reperibile all'indirizzo web [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=902646](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=902646).

<sup>67</sup> Contesta decisamente la tesi D. GERADIN, *Standardization and Technological Innovation: Some Reflections on Ex-Ante Licensing, FRAND, and the Proper Means to Reward Innovators*, in *World Competition*, 2006, 511, 520 s.; *Determining FRAND Licensing Terms for SEPs – Review of Recent Development*, slides della Relazione tenuta alla V Intertic Conference on Antitrust Policy, Rome, 16th May 2013.

<sup>68</sup> *Press release IP/14/489*, cit.

individuare un danno ai consumatori, piuttosto che a fondare realmente la decisione di intervenire.

Che si possa omettere di argomentare sul potere del SEP *holder* di condizionare il mercato a valle appare però dubbio, se si considera il più articolato quadro delineato nelle Linee direttrici sugli accordi di cooperazione orizzontale. In esse si nega, infatti, espressamente che basti la titolarità di un SEP a conferire di per sé un potere di mercato, osservandosi che «anche se la definizione di una norma può generare o aumentare il potere di mercato dei titolari di DPI essenziali per la norma, non si presuppone che il fatto di detenere o di esercitare DPI essenziali per una norma equivalga al possesso o all'esercizio di un potere di mercato. La questione del potere di mercato può essere esaminata solo caso per caso»<sup>(69)</sup>. E ciò, per essere espliciti, può avvenire solamente quando lo *standard* è unico o dominante e, dunque, la titolarità di un SEP possa conferire il potere di condizionare la concorrenza su uno o più mercati a valle<sup>(70)</sup>. A questo punto, sorge però un dubbio: il rischio di *hold-up* (cioè il potere nel mercato a monte) è da ritenersi insito nel possesso di un SEP, ovvero sussiste solo se tale possesso conferisce il controllo del mercato a valle? Insomma, come si comporterebbe la Commissione nelle ipotesi in cui tale ultima circostanza dovesse non ricorrere? Applicherebbe, comunque, l'art. 102, considerando però solo l'abuso sul primo mercato, ovvero riterrebbe che, in assenza di dominanza dello *standard*, anche il rischio di *hold-up* sia scongiurato (ovvero non sia da solo rilevante)?

6. segue: *il giudizio di contrarietà all'art. 102 Tfeue*. Se si analizzano gli argomenti della Commissione sulla costruzione dell'abuso, si rileva che la valutazione in termini di

---

<sup>69</sup> Per. 269 (in fine). Al par. 261, la Commissione, sui mercati rilevanti, argomenta che «Gli accordi di normazione possono influire su quattro mercati possibili, da definire secondo la comunicazione sulla definizione del mercato. In primo luogo, la definizione delle norme può influire sul mercato (o sui mercati) del prodotto o servizio cui le norme stesse si riferiscono. In secondo luogo, se la definizione delle norme comprende la selezione di una tecnologia e se i diritti di proprietà intellettuale sono commercializzati separatamente dal prodotto cui si riferiscono, le norme possono influire sul mercato rilevante delle tecnologie. In terzo luogo, il mercato di definizione delle norme può essere influenzato se esistono diversi organismi o accordi di normazione. In quarto luogo, la definizione delle norme può avere un impatto sul mercato distinto di verifica e certificazione, ove pertinente».

<sup>70</sup> Che su un mercato possano sussistere anche più *standard*, concorrenti tra di loro, è stato argomentato in dottrina. Lo *standard* dominante «indica le specifiche che definiscono l'architettura di un prodotto, lo *standard* dominante è quella tecnologia che ha raggiunto una quota di mercato superiore al 50% per un intervallo significativo di tempo in una categoria di prodotto o servizio» (si vedano C. BUTTÀ, M.C. LONGO, (nt. 1), 262 s.).

contrasto con l'art. 102 Tfeue del tentativo di ottenere provvedimenti inibitori nei confronti di coloro che vorrebbero accedere a licenze sugli *essential IPRs* riposa sulla constatazione di un effetto finale anticompetitivo, nel mercato dei prodotti al quale lo standard consente l'accesso e sul quale si produce il danno ai consumatori e sulla valutazione della minaccia quale strumento volto a porre, con la minaccia rappresentata dalla richiesta di inibitoria, i presupposti perché tale effetto si produca: «Such a threat can therefore distort licensing negotiations and lead to anticompetitive licensing terms that the licensee of the SEP would not have accepted absent the seeking of the injunction».

E' agevole rilevare come la Commissione si disponga così a valutare *per se* come abuso di posizione dominante ogni rifiuto di licenza su *standard essential IPRs* (salvo il dubbio manifestato alla fine del precedente paragrafo). Si deve, tuttavia, ritenere che il giudizio sarebbe diverso laddove il *SEP holder* dimostrasse che l'azione intrapresa ha spiegazioni oggettivamente diverse da un intento anticoncorrenziale.

Quanto alle pronunce nazionali su analoga questione, emerge da esse una maggiore incertezza argomentativa. Appare infatti inevasa la domanda sul fondamento del giudizio di anticoncorrenzialità dell'azione esaminata. La stessa domanda di pronuncia pregiudiziale del Landgericht Düsseldorf non sembra porre, in realtà, alla Corte la questione concorrenziale dell'esistenza di un obbligo, *ex art. 102 Tfeue*, dei titolari di SEPs di concedere licenze su di essi, ma piuttosto riportarle i peculiari dubbi della giurisprudenza tedesca sulle caratteristiche che deve avere, a tal fine, la preventiva richiesta di licenza (<sup>71</sup>).

Se si esamina, in particolare, quanto esplicitamente argomentato nella sentenza Orange-Book Standard, sembra, per un verso, che il BGH ritenga che la lesione *antitrust* coincida direttamente con la violazione dell'impegno di concedere licenza su SEPs a condizioni FRAND (<sup>72</sup>), per un altro che riscontri in una forma di *vexatious litigation* nell'azione dei titolari di tali diritti volta a negare ciò che, comunque, sulla base di quegli

---

<sup>71</sup> Non possono non esprimersi dubbi sulla stessa ricevibilità di quesiti così formulati, la cui pertinenza con l'interpretazione dell'art. 102 TFUE appare labile. Sulla controversa interpretazione dell'estensione del potere della Corte in applicazione dell'art. 267 TFUE, si vedano D. CHALMERS, G. DAVIS, G. MONTI, *European Union Law*, Cambridge University Press, New York, 2<sup>a</sup> ed., 2010, 160 ss.

<sup>72</sup> In tal senso sembra deporre l'affermazione (BGH, 06.05.2009, cit., par. 27), per cui è abusivo tentare di inibire giudizialmente precludere l'accesso ad un mercato che il titolare del SEP, «zu eröffnen verpflichtet ist».

impegni, si sarebbe costretti a concedere <sup>(73)</sup>, non mancando neppure considerazioni tutte interne al diritto brevettuale <sup>(74)</sup>.

Insomma, in particolare la giurisprudenza tedesca, pur richiamando la normativa *antitrust*, oscilla tra plessi normativi e principi differenti, omettendo così di argomentare analiticamente proprio sugli effetti sulla concorrenza dei comportamenti esaminati.

7. *Rifiuto di licenza su de iure standard: un'applicazione dell'art. 102 in funzione di supplenza dell'art. 101 Tfeue?* Emerge, dal contesto delineato dagli interventi della Commissione e delle richiamate giurisprudenze nazionali, che il trattamento delle controversie in tema SEPs presenta poco in comune con quello riservato ai rifiuti su *de*

---

<sup>73</sup> In tal senso depono l'affermazione (BGH, 06.05.2009, cit., par. 26, in riferimento a quanto riportato nel par. 25), secondo cui essa condivide in principio «dass der Lizenzsucher zwar rechtswidrig handele, wenn er das Patent benutze, ohne dass der Patentinhaber hierzu seine Zustimmung erteilt habe, dass der Patentinhaber ihn aber gleichwohl nicht auf Unterlassung in Anspruch nehmen könne, weil er mit dem Unterlassungsbegehren etwas verlange, was er sogleich (in Form der Lizenzerteilung) zurückzugewähren habe (dolo petit, qui petit quod statim redditurus est), und damit gegen den Grundsatz von Treu und Glauben (§ 242 BGB) verstoße».

Di *vexatious litigation* (o *sham litigation*), quale possibile abuso di posizione dominante, si parla con riferimento all'avvio di azioni legali prive di ragionevole fondamento, il cui unico scopo è quello di colpire i concorrenti. In proposito, la Commissione, con la decisione ITT Promedia, ha dettato un *two-part test*, secondo cui la fattispecie sussiste laddove l'azione «i) cannot reasonably be considered as an attempt to establish the rights of the undertaking concerned and can therefore only serve to harass the opposite party and; (ii) it is conceived in the framework of a plan whose goal is to eliminate competition» (Commissione, 21 maggio 1996, caso IV/35/268, Promedia/Belgacom, non pubblicata; la posizione della Commissione viene riportata dal Tribunale, 17 luglio 1998, ITT Promedia NV c. Commissione CE, causa T-111/96, in *Raccolta*, 1998, II-2937; negli stessi termini, si veda Trib., 13 settembre 2012, Protégé International Ltd c. Commissione, causa T-119/09, par. 48-49). Di «pursuit of claims so baseless that no reasonable litigant could realistically expect to secure favorable relief» parla la Supreme Court degli Stati Uniti (si veda *Professional Real Estate Investors v. Columbia Pictures Indus.*, 508 US 49, 123 L. Ed. 611 at 625, 113 SCt 1920, (1993). Sul tema, si veda H. HOVENKAMP, *Federal Antitrust Policy. The Law of Competition and Its Practice*, West Publishing Company, St. Paul (Minn.), 4<sup>a</sup> ed., 2011, 356. Anche la Corte Suprema adotta un *two-part test*; laddove, infatti, l'azione sia *objectively baseless*, si deve esaminare la motivazione soggettiva dell'attore, considerando se essa possa ricondursi ad un «attempt to interfere directly with the business relationship of a competitor».

E' proprio il settore della proprietà intellettuale quello in cui il ricorrere di tali ipotesi è stata spesso verificato, con riferimento all'*enforcement* di brevetti invalidi o di brevetti ottenuti in modo fraudolento (si veda, per un caso del genere, Corte di giustizia, 6 dicembre 2012, *AstraZeneca c. Commissione UE*, Causa C-457/10-P, in *Raccolta* 2012. L'Autorità garante della concorrenza e del mercato si è occupata di un caso in qualche modo analogo con il provv. n. 23194, dell'11 gennaio 2012, A431 – *Ratiopharm/Pfizer*). Casi più recenti, riconducibili a tale fattispecie, sono quelli avviati nei confronti di *AstraZeneca*, chiusi con condanna, confermata dal Tribunale (Commissione, 15 giugno 2005, COMP/A.37.507/F3; Trib., 1 luglio 2010, T-321/05, *AstraZeneca c. Commissione*, in *Raccolta* 2010; su analogo caso, nell'ordinamento statunitense, si veda J. WALLACE, *Rambus v. FTC in the Context of Standard-Setting Organizations, Antitrust, and the Patent Hold-Up Problem*, 24 *Berkeley Tech. L.J.* 661 (2009)), e dell'impresa *Rambus*, accusata di *patent ambush*, chiusi con impegni (si veda MEMO/09/544, del 9 dicembre 2009).

<sup>74</sup> Si veda BGH, 06.05.2009, cit., par. 28.

*facto standard*. Manca, in particolare, come si è visto, tutta la parte di analisi del mercato a valle. Si può certo ritenere che si tratti delle mere conseguenze di una valutazione semplificata, comunque indotta dalla circostanza che la posizione di potere è qui creata volontariamente e come tale dichiarata, ma se ciò vale per la natura di SEP del diritto oggetto della controversia, non vale affatto, appunto, per la costruzione degli effetti sul mercato dei prodotti che necessitano della interoperabilità. Si ha, dunque, piuttosto l'impressione di una differenza qualitativa del giudizio, che per i SEPs investe proprio il limitato contesto dello specifico *standard* generato nell'ambito di una SSO.

In verità, si ha l'impressione che qualcosa in questa applicazione dell'art. 102 del Tfu (o di una equivalente norma nazionale) non torni.

Tutto appare però più chiaro se si ipotizza che la disciplina dell'abuso di posizione dominante venga qui in realtà utilizzata per risolvere alcuni di quei problemi che la standardizzazione può porre e che la Commissione ha affrontato nelle Linee direttrici sugli accordi di cooperazione orizzontale, ma che non è in grado di risolvere con il ricorso all'art. 101 Tfu, che costituirebbe, in astratto, la via più coerente per affrontare la questione.

La standardizzazione è, per il diritto della concorrenza comunitario, un'arma a doppio taglio. Come si è visto, essa, da un lato, arreca tali e tanti benefici che, non solo la si consente, ma la si incoraggia <sup>(75)</sup>. Dall'altro lato, presenta rischi, riguardanti sia il modo di svolgersi del processo di standardizzazione, sia le possibili ricadute restrittive della situazione che si crea dopo la selezione di uno *standard* che incorpora diritti di proprietà intellettuale. A tale proposito, la Commissione ha ritenuto che gli accordi di standardizzazione possano essere considerati non restrittivi «Quando (...) permettono di accedervi a condizioni eque, ragionevoli e non discriminatorie», cioè FRAND <sup>(76)</sup>. Ma che accade se tali condizioni sono rispettate nella forma, ma non nella sostanza, nel senso che, sebbene esse siano fatte proprie dalla SSO, in talune circostanze risultino in concreto disattese da taluni suoi membri, titolari di SEPs?

Come è stato rilevato in dottrina, da tali situazioni la Commissione non fa discendere alcuna conseguenza in termini di applicabilità, appunto, dell'art. 101 <sup>(77)</sup>,

---

<sup>75</sup> Si veda la nota 3.

<sup>76</sup> Linee direttrici (2011), cit., par. 280.

<sup>77</sup> Le Linee direttrici (2011), al par. 288, hanno cura di precisare esplicitamente che «L'osservanza dell'articolo 101 da parte dell'organizzazione di normazione non impone a quest'ultima di verificare se

piuttosto, come visto, preferisce applicare ai singoli SEP *holders* l'art. 102 Tfu, i cui presupposti sono però, come si è del resto visto, differenti e di più complesso riscontro<sup>(78)</sup>. Voltasi, dunque, all'art. 101, tale dottrina si trova tuttavia costretta a scartare la possibilità, pur giuridicamente sostenibile, di imputare una violazione dell'art. 101, per il mancato adempimento delle obbligazioni FRAND, alla SSO interessata. Il risultato, che ne discenderebbe - la nullità dell'intero accordo di standardizzazione - non sarebbe, infatti, né equo (perché il comportamento di singoli membri vanificherebbe gli investimenti di tutti gli altri partecipanti all'accordo), né economicamente sensato, visto che ci si troverebbe comunque dinanzi ad uno *standard* (che, in quanto già implementato, si sarebbe già imposto sul mercato), con gli effetti di *lock-in* che ne derivano<sup>(79)</sup>. A fronte di queste indubbiamente ragionevoli osservazioni, mentre v'è chi si ricolloca nella scia della Commissione, accettando il ricorso all'art. 102 Tfu<sup>(80)</sup>, altri propongono una soluzione che suona, invero, piuttosto un espediente: applicare l'art. 101 al singolo SEP *holder*, «Although unilateral, its conduct is governed by the legal consequences of the standard agreement»<sup>(81)</sup>. Se ne fa discendere, quale rimedio, non la nullità dell'accordo, bensì l'imposizione di una licenza obbligatoria a condizioni FRAND. Come è però stato correttamente rilevato, mancherebbe, per l'applicazione dell'art. 101 Tfu, quella collaborazione consapevole tra almeno due imprese richiesta dalla giurisprudenza comunitaria<sup>(82)</sup>.

Appare dunque evidente come l'utilizzazione della normativa sull'abuso di posizione dominante, rispetto ad un problema che nasce in un contesto cooperativo, ma per il quale l'applicazione della norma sulle intese appare inopportuna o impossibile, si pone come un succedaneo. Come tale, neppure questa soluzione – così come presentata

---

le condizioni applicate dai partecipanti per il rilascio di licenze siano conformi all'impegno FRAND». Secondo J. TEMPLE LANG, (nt. 4), 41, «The guidelines rely excessively on standard setting organizations to solve all the problems by contract, and to arrange that contracts can be enforced in all the jurisdictions where enforcement might be necessary. This does not carry out the responsibility of the Commission under Article 101. The guidelines do not distinguish between the consequences of failing to write requirements into the standard-setting agreement and failure to carry out the corresponding competition law obligations in practice». Sostanzialmente sulla stessa linea, S. BARTHELMEß, N. GAUB, *Die Lizenzierung standardessentieller Patente im Kontext branchenweit vereinbarter Standards unter dem Aspekt des Art. 101 AEUV*, in *WuW*, 626.

<sup>78</sup> Si vedano ancora J. TEMPLE LANG, (nt. 4), 41 e S. BARTHELMEß, N. GAUB, (nt. 77), 629.

<sup>79</sup> Oltre agli autori citati alla nota precedente, si veda P. CHAPPATTE, (nt. 11), 332.

<sup>80</sup> *Ibidem*, 333.

<sup>81</sup> Così, J. TEMPLE LANG, (nt. 4), 32; la stessa soluzione è proposta, ma in termini apodittici, da S. BARTHELMEß, N. GAUB, (nt. 77).

<sup>82</sup> T. KÖRBER, *Kartellrechtlicher Zwangslizenzinwand*, (nt. 12), 57 (207).

dalla Commissione e dalle giurisprudenze nazionali - si sottrae a critiche, che possono investire sia le modalità di individuazione degli elementi necessari a configurare l'abuso, sia la stessa sostenibilità della ricorrenza della fattispecie. Sotto il primo aspetto, la persistente adesione della Commissione all'approccio strutturalista, che induce ad individuare monopoli su mercati rilevanti ristrettissimi, sostanzialmente riconducibili allo stesso ambito proprietario in titolarità dell'impresa, fornisce risultati artificiosi, rendendo dubbia la stessa individuazione di quel potere economico al quale deve essere riconducibile la posizione dominante<sup>(83)</sup>. Come si è visto, del resto, la costruzione della posizione dominante sul mercato rilevante identificato con quello delle licenze sullo stesso *standard essential patent* in titolarità dell'impresa in questione pone dubbi di compatibilità con quanto sostenuto dalla stessa Commissione nelle Linee direttrici sugli accordi di cooperazione orizzontale<sup>(84)</sup>. Sotto il secondo aspetto, non si vede, in definitiva, per quale ragione il trattamento del rifiuto di licenze su diritti di proprietà intellettuale incorporati in *standard* di fatto e quello dei conflitti su SEPs nel contesto della standardizzazione *de iure* debbano essere ispirati a principi completamente diversi. Al di là delle differenze legate alla diversa origine dello *standard*, non v'è dubbio che il problema concorrenziale si ponga in entrambe le ipotesi quando l'impedimento alla interoperabilità con la tecnologia *standard* provoca l'eliminazione della concorrenza dal mercato *a valle*, per operare su quale detta interoperabilità appare essenziale. E', a questo punto, forse il caso che prassi europea e giurisprudenza nazionali operino una scelta, per stabilire se ciò che intendono tutelare è il corretto svolgimento delle relazioni originate dall'adozione volontaria di uno *standard*, con previsione di impegni FRAND, o la concorrenza sul mercato cui quello *standard* dovrebbe garantire l'accesso.

---

<sup>83</sup> Sotto tale aspetto, non può non richiamarsi la posizione di D. GERADIN, M. RATO, *Can Standard-Setting Lead to Exploitative Abuse?*, (nt. 11), anche se la soluzione assolutamente contraria ad ogni possibilità di applicazione dell'art. 102 appare eccessivamente radicale.

<sup>84</sup> Si veda par. 5, testo e nota 70.

MARCO MAUGERI

**NOTE IN TEMA DI DOVERI DEGLI AMMINISTRATORI NEL GOVERNO DEL RISCHIO DI  
IMPRESA (NON BANCARIA) (\*)**

Sommario: 1. I termini del problema: gestione del rischio d'impresa e discrezionalità degli amministratori. – 2. Per una decostruzione del concetto di rischio: “rischio”, “incertezza”, “pericolo”. – 3. (*Segue*): rischio “giuridico” e rischio “economico” (tra valutazione di «idoneità» del modello *ex d.lgs.* 231/2001 e valutazione di «adeguatezza» degli assetti *ex art.* 2381 c.c.). – 4. (*Segue*): rischi dell'atto e rischi della attività. – 5. I vincoli normativi all'assunzione del rischio d'impresa: (aa) l'oggetto sociale; (bb) il patrimonio netto; (cc) l'interesse sociale (in particolare: sull'assunzione di rischi “eccessivi” o “irragionevoli”). – 6. Doveri “organizzativi” degli amministratori e sistema di *risk management*. – 7. Rilievi finali.

1. *I termini del problema: gestione del rischio d'impresa e discrezionalità degli amministratori.* Nello studio dei doveri degli amministratori di società per azioni può dirsi del tutto condiviso il convincimento circa l'estraneità al sindacato giudiziale di una valutazione dell'alea economica inerente ai singoli atti compiuti nella gestione del patrimonio a essi affidato (<sup>1</sup>). Questo convincimento si mostra radicabile, su un piano generale, nelle caratteristiche stesse dell'attività d'impresa che importa per sua natura l'assunzione sistematica di decisioni in condizioni di incertezza (<sup>2</sup>); e trova altresì puntuale rispondenza nella fisiologica correlazione

(\*) Lo scritto è destinato agli *Studi in onore di Mario Libertini*.

<sup>1</sup> L'osservazione è talmente diffusa da non meritare particolari approfondimenti: v., per tutti, F.VASSALLI, in *Società di capitali. Commentario* a cura di G.Niccolini-G.Stagno d'Alcontres, Napoli, Jovene, II, *sub art.* 2392, 681 s.

Non può tuttavia farsi a meno di osservare come, fermo il generalizzato ossequio di principio al canone della intangibilità della decisione gestoria, le posizioni si presentino poi in concreto più articolate e proprio con riguardo alla sopportazione del rischio concernente l'atto gestorio. Così, mentre da taluno si afferma che gli amministratori, se «*sono stati adempienti a tutti i loro obblighi*», non sarebbero responsabili neppure ove «abbiano assunto iniziative eccessivamente rischiose» (F.BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, Giuffrè, 2004, 184), con ciò sottintendendo che la determinazione stessa di assumere rischi «eccessivi» non sia di per sé (mai) idonea a sorreggere l'affermazione di una autonoma fattispecie di responsabilità; da altri si propone di distinguere tra decisioni «imprudenti» o «irragionevoli», come tali insufficienti a fondare una pretesa risarcitoria della società nei confronti degli amministratori, e decisioni «irrazionali», le quali giustificerebbero invece l'affermazione di una simile pretesa poiché caratterizzate da una «manifesta superiorità del rischio assunto rispetto al rischio normale»: con ciò mostrando di rinvenire nella anomalia del livello di rischio una ipotesi di violazione degli obblighi di diligenza gravanti sugli amministratori [F.VASSALLI (in questa nt.), 683, nt. 34]. Dal canto suo la giurisprudenza, pur indulgendo talvolta a indagini sulla “prudenza” o la “ragionevolezza” delle scelte effettuate dagli amministratori, mostra di essersi ormai attestata intorno all'enunciato secondo cui quelle scelte, «anche se presentino profili di rilevante alea economica», non espongono a responsabilità gli amministratori, rilevando piuttosto «la diligenza mostrata nell'apprezzare preventivamente i margini di rischio connessi all'operazione da intraprendere, e quindi l'eventuale omissione di quelle cautele, verifiche e informazioni normalmente richieste per una scelta di quel tipo, operata in quelle circostanze e con quelle modalità»: così Cass., 12 febbraio 2013, n. 3409, nel solco di Cass. 12 agosto 2009, n. 18231 e di Cass. 28 aprile 1997, n. 3652 (quest'ultima pronuncia può leggersi in *Giur. it.*, 1998, 287 ss.). Per una sintetica rassegna degli orientamenti giurisprudenziali sul punto cfr. D.CESIANO, *L'applicazione della “Business Judgement Rule” nella giurisprudenza italiana*, in *Giur. comm.*, 2013, II, 941 ss.

<sup>2</sup> Sulla intrinseca immanenza di un «elemento di rischio» alla nozione di impresa fissata nell'art. 2082 c.c. v. F.CAVAZZUTI, voce «Rischio d'impresa», in *Enc. del dir.*, Aggiornamento, IV, Milano, Giuffrè, 2000, 1093 ss. Nel vigore del cod. di comm. ascriveva il *rischio* ai requisiti essenziali di ogni impresa C.VIVANTE, *I commercianti*<sup>5</sup>, nel *Tratt. dir. comm.*, I, Milano, Vallardi, 1934, 100, n. 61.

esistente tra il profilo del «rischio» e quello del «rendimento» dell'operazione societaria <sup>(3)</sup>, nel senso che l'adozione di qualsiasi scelta funzionalmente orientata alla massimizzazione del valore dell'investimento azionario sconta l'ineliminabile possibilità di un insuccesso dell'iniziativa e non può quindi determinare a posteriori una affermazione di responsabilità degli amministratori per il solo fatto dell'essersi invero quell'insuccesso <sup>(4)</sup>.

In questa prospettiva, si spiega agevolmente anche per l'ordinamento domestico la necessità di servirsi, nella valutazione della condotta dei gestori dell'impresa, di criteri funzionalmente analoghi a quelli racchiusi nella formula della *business judgment rule* <sup>(5)</sup>.

Di là dai frammenti normativi su cui può essere fondata la vigenza di simili criteri <sup>(6)</sup>, tale necessità pare giustificarsi già per la struttura di incentivi sottostante alla posizione del gestore di un patrimonio altrui la quale, essendo tipicamente caratterizzata da una tendenziale avversione al rischio <sup>(7)</sup>, in mancanza di quei criteri finirebbe con l'ostacolare decisioni astrattamente idonee, proprio in quanto «rischiose», a incrementare la consistenza economica del patrimonio gestito <sup>(8)</sup>.

Dinanzi al consolidato impianto appena menzionato, non agevolmente decifrabile risulta, allora, la portata del richiamo al principio di «adeguatezza» dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile contenuto nell'art. 2381 c.c.

Tale richiamo, infatti, apre potenzialmente spazio per un controllo sulla «ragionevolezza» della struttura organizzativa concretamente adottata dalla società <sup>(9)</sup>, così

---

<sup>3</sup> E v. W.A.KLEIN-J.C.COFFEE JR.-F.PARTNOY, *Business Organization and Finance. Legal and Economic Principles*<sup>11</sup>, New York, Foundation Press, 2010, 45 («More generally, as risk rises, expected rate of return or required payment will rise»); S.M.BAINBRIDGE, *Caremark and Enterprise Risk Management*, in 34 *J. Corp. L.* 967 (2008-2009), 967, nt. 2 («Because risk and return are positively correlated, a corporation inevitably must take risks to generate a positive rate of return»).

<sup>4</sup> Si tratta di evitare, cioè, il ben noto problema del «pregiudizio del senno di poi» (c.d. «*hindsight bias*») a motivo del quale «bad outcomes are often regarded, ex post, as foreseeable ex ante», rendendo difficile (in primo luogo ai giudici) distinguere tra gestione «competente» e gestione «negligente»: così S.BAINBRIDGE, *Corporate Law*<sup>2</sup>, New York, Foundation Press, 2009, 106; cfr. anche F.H.EASTERBROOK-D.R.FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge-London, Harvard University Press, 1991, 98 s.; nella nostra dottrina v., per tutti, C.ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*<sup>2</sup>, Padova, Cedam, 2006, 180 s. Sulla rilevanza del fenomeno, ben noto agli studiosi di finanza comportamentale, anche per il problema trattato in queste note v. H.FLEISCHER, *Directors' Liability and Financial Crisis: the German Perspective*, in *Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?*, a cura di A.Guacero e M.Maugeri, Milano, Giuffrè, 2014, 18 ss.

<sup>5</sup> Cfr. F.VASSALLI, *L'art. 2392 novellato e la valutazione della diligenza degli amministratori*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società* a cura di G.Scognamiglio, Milano, Giuffrè, 1993, 34 s. («anche per il nostro ordinamento sembra legittima l'applicazione della c.d. *business judgement rule*, di diritto statunitense»); P.PISCITELLO, *La responsabilità degli amministratori di società di capitali tra discrezionalità del giudice e business judgement rule*, in *Riv. soc.*, 2012, 1171 s.; e C.ANGELICI, *Diligentia quam in suis e business judgement rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 688 (il quale, pur aderendo alla tesi che ritiene esistente anche nel diritto azionario riformato una regola assimilabile alla *business judgement rule* di matrice anglosassone, precisa come la sua introduzione sia avvenuta comunque «con modalità tecniche del tutto incomparabili» a quelle che hanno condotto alla sua elaborazione nei sistemi di provenienza). Per una analisi e una riconsiderazione critica dell'istituto, ivi compreso il principio di insindacabilità del merito delle scelte gestorie, si v. D.SEMEGHINI, *Il dibattito statunitense sulla business judgement rule: spunti per una rivisitazione del tema*, in *RDS*, 2013, 206 ss.

<sup>6</sup> Per un inventario dei quali v. ancora C.ANGELICI (nt. 5), 687 ss.

<sup>7</sup> Sulla naturale *risk aversion* degli amministratori cfr. S.BAINBRIDGE (nt. 4), 106. Si v. però anche le puntualizzazioni al riguardo di D.SEMEGHINI (nt. 5), 214 ss.

<sup>8</sup> F.VASSALLI (nt. 5), 34 s.; M.LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello "istituzionalismo debole"*, p. 26, nt. 55 del dattiloscritto in corso di pubblicazione in *Giur. comm.* (e consultabile all'indirizzo [http://www.orizzontideldirittoconcommerciale.it/media/25482/libertini\\_m..pdf](http://www.orizzontideldirittoconcommerciale.it/media/25482/libertini_m..pdf)).

<sup>9</sup> Il punto è ben rimarcato da V.BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 34 (ad avviso del quale dall'introduzione del principio di

ponendo le premesse di una significativa compressione della *business judgment rule* e, conseguentemente, anche del canone che vuole insindacabile in sede giudiziale il contenuto delle scelte compiute dagli amministratori<sup>(10)</sup>.

Un simile esito operativo, d'altro canto, non potrebbe essere argomentato muovendo da una ontologica diversità tra singoli atti di gestione (ad es.: l'acquisto di una partecipazione o la dismissione di un ramo d'azienda), come tali incensurabili, e determinazioni pertinenti alla articolazione organizzativa dell'impresa, come tali suscettibili di esporsi invece a un più penetrante vaglio giudiziale<sup>(11)</sup>.

Sarebbe, infatti, agevole osservare al riguardo che il dovere "specifico" di imprimere un assetto organizzativo «adeguato» alla struttura aziendale costituisce pur sempre espressione del "generale" obbligo di corretto e diligente esercizio del potere di amministrazione nelle s.p.a.<sup>(12)</sup> e, andando oltre la dimensione tipologica azionaria, di quei «principi di corretta gestione

---

adeguatezza discenderebbe l'attribuzione al giudice di «un potere caratterizzato per l'ampio spettro di situazioni e per una discrezionalità singolarmente ampia») e 38 (valutare l'«adeguatezza» significa «esercitare un potere che comporta un'ampia discrezionalità»); e da M.LIBERTINI, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in RDS, 2008, 204 («principio di adeguatezza organizzativa» come «uno dei principi fondamentali della materia, idoneo a fondare valutazioni di legittimità o di responsabilità in relazione agli atti compiuti dagli organi societari»); con riguardo alla figura del modello organizzativo predisposto ai sensi dell'art. 6 del d.lgs. n. 231/2001, v. anche R.SACCHI, *L'organismo di vigilanza ex d.lgs. n. 231/2001*, in *Corporate Governance e 'sistema dei controlli' nella s.p.a.*, a cura di U.Tombari, Torino, Giappichelli, 2013, 90 il quale sottolinea «la scomoda alternativa» esistente tra il ritenere che il sindacato dei giudici sul rispetto da parte degli amministratori del parametro dell'adeguatezza incontri i limiti della *business judgement rule*, operando allora solo «in casi macroscopici», e il ritenere che il sindacato possa spingersi al merito delle determinazioni degli amministratori concernenti gli assetti e le procedure, mettendosi allora così «seriamente a rischio il valore della libertà di impresa, protetto dall'art. 41 Cost. e dall'art. 16 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea».

<sup>10</sup> E v. infatti R.T.MILLER, *Oversight Liability for Risk-Management Failures at Financial Firms*, in 84 *S. Cal. L. Rev.* 47 (2010-2011), 86 (osservando come il ricorso a una regola di valutazione che imponga al giudice di verificare se i sistemi organizzativi adottati dal consiglio di amministrazione siano «oggettivamente adeguati e ragionevoli» equivarrebbe a consentire alla Corte di «riesaminare il contenuto della decisione degli amministratori in ordine a quali tipi di sistemi informativi e di reportistica adottare») e 99 s. (ove il rilievo secondo cui l'applicazione di uno standard che richieda agli amministratori di attuare «reasonable risk-management practices» costringerebbe i giudici a valutazioni che gli stessi non sono attrezzati a formulare e si risolverebbe, dunque, nel sistematico rigetto di azioni volte a far valere la responsabilità dell'organo gestorio per «inadeguatezza» delle scelte organizzative compiute). Cfr. inoltre, sottolineando i problemi «insormontabili» indotti dall'*hindsight bias* e dalla carenza di competenze tecniche che affliggerebbero il sindacato giudiziale, L.ENRIQUES-D.ZETSCHE, *The Risky Business of Regulating Risk Management in Listed Companies*, in *ECFR*, 2013, 292.

<sup>11</sup> V. però R.RORDORF, *Doveri e responsabilità degli amministratori di società di capitali in crisi*, in *Società*, 2013, 671 secondo il quale, se è vero che «le scelte imprenditoriali sono insindacabili, pur se abbiano provocato o concorso ad aggravare la crisi dell'impresa, lo stesso non può dirsi ogni qual volta tali negative conseguenze siano riconducibili, in tutto o in parte, ad un difetto di organizzazione dell'impresa medesima». Quanto osservato nel testo non comporta, beninteso, negazione dell'esigenza di distinguere, nell'analisi dei doveri e degli obblighi gravanti sui gestori dell'impresa, il caso in cui il rischio riguardi una operazione isolata e quello in cui attenga all'assetto organizzativo dell'intera attività: e v., infatti, il successivo par. 4.

<sup>12</sup> Si tratta di constatazione diffusa in dottrina in ragione del nesso istituito dall'art. 2403, comma 1, c.c. tra principi di corretta amministrazione e obbligo di dotarsi di assetti adeguati: cfr. P.MONTALENTI, *I controlli societari: recenti riforme, antichi problemi*, in *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2011, 161 s.; M.IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2005, 69; N.ABRIANI, *L'organo di controllo (collegio sindacale, consiglio di sorveglianza, comitato per il controllo sulla gestione)*, in *Corporate Governance e 'sistema dei controlli' nella s.p.a.*, a cura di U.Tombari, Torino, Giappichelli, 2013, 96. Si v. comunque anche la puntualizzazione di G.SCOGNAMIGLIO, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 164

societaria e imprenditoriale» (art. 2497, comma 1, c.c.) che permeano di sé in realtà l'intero sistema del diritto dell'impresa<sup>(13)</sup>.

Ne consegue che l'adempimento del dovere di dotare la società di assetti adeguati si candida a beneficiare dello stesso regime disciplinare e delle medesime difese processuali cui è soggetta ogni altra decisione *imprenditoriale* degli amministratori: come dimostra l'osservazione del dato comparatistico<sup>(14)</sup> e come del resto induce a ritenere, già sul piano logico, la inestricabile connessione esistente tra il momento della "assunzione" del rischio e quello della sua "gestione"<sup>(15)</sup>.

Se si condivide quanto appena osservato, può essere forse di qualche utilità ricostruttiva interrogarsi sui doveri degli amministratori in ordine al governo del rischio di un'impresa

---

secondo la quale l'obbligo di adeguatezza organizzativa rappresenterebbe una «articolazione» dell'obbligo di corretta amministrazione ma non ne esaurirebbe il contenuto.

<sup>13</sup> E v. 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 Antonio Piras, Torino, Giappichelli, 2010, 829; G.SCOGNAMIGLIO, "Clausole generali", *principi di diritto e disciplina dei gruppi di società*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, Giuffrè, 2011, 593 s.

<sup>14</sup> Con riferimento all'ordinamento tedesco, del tutto consueta infatti è l'osservazione per la quale le scelte pertinenti all'obbligo, previsto dal § 91 Abs. 2 AktG, di allestire un *Früherkennungssystem* volto ad anticipare "bestandsgefährdende Entwicklungen" (cioè rischi il cui invero potrebbe determinare l'insolvenza della società) costituirebbero *unternehmerische Entscheidungen* riconducibili al generale dovere di direzione dell'impresa di cui al § 76 AktG (v., sul punto, M.HOFFMANN-BECKING, *Zur rechtlichen Organisation der Zusammenarbeit im Vorstand der AG*, in ZGR, 1998, 513); in quanto tali, esse sarebbero soggette alla applicazione della regola di esenzione da responsabilità contemplata dal § 93 Abs. 1 S. 2 AktG (ove ricorrano, naturalmente, le condizioni ivi indicate): v., testualmente, G.SPINDLER, *Von der Früherkennung von Risiken zum umfassenden Risikomanagement – zum Wandel des § 91 AktG unter europäischem Einfluss*, in *Festschrift für U.Hüffer*, München, Beck, 2010, 994.

A sua volta, l'orientamento delle Corti del Delaware, proprio al fine di evitare un sindacato sul merito delle scelte imprenditoriali, si muove nel senso di affermare una responsabilità degli amministratori per omessa vigilanza sulle politiche di gestione del rischio d'impresa solo nell'ipotesi in cui essi abbiano mancato di allestire un qualsivoglia sistema informativo o di controllo sull'attività sociale ("utter or entire failure") o, pur avendo istituito un tale sistema, abbiano consapevolmente o intenzionalmente omesso di verificarne il concreto funzionamento e, in particolar modo, abbiano trascurato ripetuti e significativi segnali di allarme provenienti da quel sistema (c.d. "Risk Management Red Flags"): cfr. In Re Caremark Int'l Inc. Deriv. Litig., 698 A.2d 959 ss., spec. 967 (Del. Ch. 1996); Stone v. Ritter, 911 A.2d 362, 370 (Del. 2006); In Re Citigroup Inc. Shareholders Derivative Litigation, 964 A.2d 106 (Del. Ch. 2009). Vi è, dunque, al vertice di tale orientamento l'esigenza di rintracciare un elemento soggettivo ("consciously failed to monitor"), gravando sull'attore l'onere di allegare e dimostrare la consapevolezza degli amministratori circa il carattere omissivo della propria condotta: la consapevolezza, cioè, di non aver adottato il tipo di sistema organizzativo che essi stessi ritenevano indispensabile attuare (c.d. "scienter requirement"). V., tra i molti, R.T.MILLER, *Wrongful Omissions by Corporate Directors: Stone v. Ritter and Adapting the Process Model of the Delaware Business Judgment Rule*, in 10 U. Pa. J. Bus. & Emp. L. 911 (2007-2008), spec. 932 ss.; ID., *The Board's Duty to Monitor Risk After Citigroup*, in 12 U. Pa. J. Bus. L. 1153 (2009-2010), spec. 1158 ss.; ID. (nt. 10), 82 ss. e 102 («Provided that the board has implemented some system, the only issue is whether the board consciously disregarded its duty to use the system it created»); A.TUCKER NEES, *Who's The Boss? Unmasking Oversight Liability Within The Corporate Power Puzzle*, in 35 Del. J. Corp. L. 199 (2010), 238 ss. Per un esame della giurisprudenza del Delaware in prospettiva domestica v. G.FERRARINI, *Controlli interni e strutture di governo societario*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P.Abbadessa e G.B.Portale, 3, Torino, Utet, 2007, 21 ss. Una sintetica ricognizione dell'evoluzione normativa statunitense in materia di doveri degli amministratori nella gestione dei rischi si legge in C.AMATUCCI, *Vigilanza e gestione dei rischi dopo la crisi. Un'occasione per riflettere sul ruolo dell'organo amministrativo nelle società quotate*, in *Gazzetta Forense*, Marzo-Aprile 2014, 14 ss.

<sup>15</sup> E v. S.M.BAINBRIDGE (nt. 3), 986 («substantive analysis of board decisions with respect to the nature, scope, and content of risk management programs are themselves business decisions of the sort protected by the business judgment rule»); L.ENRIQUES-D.ZETZSCHE (nt. 10), 288 ss.

organizzata in forma societaria<sup>(16)</sup>; tentare cioè di precisare i criteri in base ai quali giudicare dell'adeguatezza del sistema organizzativo, amministrativo e contabile della società, nonché le condizioni in presenza delle quali l'inosservanza di quei criteri esponga a responsabilità gli amministratori. Si renderebbe, altresì, necessario verificare se l'esatto adempimento dell'obbligo di diligenza nella gestione dell'impresa presupponga non solo la individuazione delle diverse tipologie di rischi ma anche una loro *costante gestione* mediante la creazione di apposite procedure o di specifiche funzioni aziendali di controllo a ciò deputate (essenzialmente: *compliance, internal audit, risk management*)<sup>(17)</sup>.

Una trattazione analitica dei temi indicati, peraltro, eccederebbe i confini imposti al presente scritto. Ci si limiterà, pertanto, a poche considerazioni preliminari, formulate nel convincimento che la prospettiva più feconda per offrire risposta al problema segnalato risieda nell'assunto secondo cui la riforma organica del 2003 avrebbe fatto emergere il ruolo e la funzione della s.p.a. «come strumento per la gestione efficiente di un'impresa *stabilmente organizzata e destinata a durare nel tempo*» (enfasi aggiunta)<sup>(18)</sup>.

Conviene, infine, precisare sin d'ora che tali considerazioni non si estenderanno all'ambito tematico dell'impresa bancaria (e finanziaria)<sup>(19)</sup>.

Malgrado tale ambito si riveli particolarmente fecondo proprio con riguardo alla materia della "gestione del rischio" e degli assetti organizzativi idonei ad assicurarne l'efficiente cura<sup>(20)</sup>, vi sono almeno due ordini di ragioni che giustificano una simile scelta. Da un lato, è la stessa struttura patrimoniale delle banche a non agevolare una automatica traslazione a società non bancarie dei modelli regolativi pensati per le prime<sup>(21)</sup>. Dall'altro le imprese bancarie, almeno quelle di maggiori dimensioni, possono provocare o alimentare il c.d. *rischio sistemico*, vale a dire l'eventualità che, in ragione dell'insolvenza di una di esse e delle profonde interconnessioni esistenti con altre istituzioni finanziarie, si produca un effetto domino caratterizzato da una catena di ulteriori insolvenze, dall'illiquidità del mercato mobiliare, dall'incremento del costo del capitale e dall'avvio di un processo recessivo per l'economia reale

---

<sup>16</sup> E per la rilevanza dell'interrogativo «fino a che punto si spinga il dovere dell'imprenditore di conoscere e valutare i rischi cui è esposta l'impresa» v. nuovamente V.BUONOCORE (nt. 9), 36.

<sup>17</sup> Per un tentativo di cristallizzare, sul versante giuridico, la linea di demarcazione esistente tra la funzione di conformità alle norme (*compliance*), la funzione di revisione interna (*internal audit*) e la funzione di gestione del rischio (*risk management*) v. M.DREHER, *Die Vorstandsverantwortung im Geflecht von Risikomanagement, Compliance und interner Revision*, in *Festschrift für U.Hüffer*, München, Beck, 2010, 161 ss., spec. 173 ss.

<sup>18</sup> M.LIBERTINI (nt. 9), 232.

<sup>19</sup> Né riguarderanno i compiti assegnati dalla riforma del diritto societario all'organo di controllo (collegio sindacale, consiglio di sorveglianza, comitato per il controllo sulla gestione): su tale aspetto si può, dunque, utilmente rinviare a N.ABRIANI (nt. 12), 95 ss.; e a L.SCHIUMA, *Le competenze dell'organo di controllo sull'assetto organizzativo della spa nei diversi sistemi di governance*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, II, 57 ss.

<sup>20</sup> G.SCOGNAMIGLIO (nt. 12), 144; M.IRRERA (nt. 12), 97 s., 116 ss., 214 s. Per un'ampia analisi dei temi generali trattati in questo lavoro nella prospettiva speciale dell'impresa bancaria v. L.A.BIANCHI, *Risk management e corporate governance nelle banche*, in *Bilanci, operazioni straordinarie e governo dell'impresa*, Milano, Egea, 2013, 433 ss.

<sup>21</sup> E v., infatti, in senso contrario a quella traslazione, T.BAUMS, *Risiko und Risikostenerung im Aktienrecht*, in *ZGR*, 2011, 249 s. il quale osserva come, sul versante del *passivo* di bilancio, gli amministratori delle banche siano incentivati ad assumere comportamenti rischiosi (dinanzi alla pressione dei soci interessati alla remunerazione dell'investimento) per la carenza di un puntuale controllo "disciplinare" da parte dei depositanti, afflitti dai consueti problemi di azione collettiva, laddove, sul versante dell'*attivo*, la natura "di massa" delle operazioni bancarie consente la elaborazione di modelli e procedimenti di misurazione e gestione del rischio assai più sviluppati di quelli riscontrabili al di fuori del settore bancario.

(<sup>22</sup>). Già solo la constatazione dell'esposizione a un tale rischio potrebbe, pertanto, suggerire la formulazione di regole di comportamento per gli amministratori delle banche diverse (e più stringenti) rispetto a quelle predicabili nel caso di imprese non bancarie (<sup>23</sup>).

2. Per una decostruzione del concetto di rischio: "rischio", "incertezza", "pericolo". Il tentativo di delineare una risposta al problema dei doveri degli amministratori nel governo del rischio d'impresa dovrebbe muovere da una precisazione del significato nel quale tale vocabolo viene utilizzato. E' noto, infatti, come, nel linguaggio quotidiano, esso presenti una colorazione essenzialmente negativa, quale «situazione pericolosa» o «possibilità di pericolo, di danno materiale o morale, dipendente da situazioni spesso imprevedibili» (<sup>24</sup>).

Nel campo della finanza aziendale, invece, la nozione di rischio si manifesta semanticamente neutra designando la «distribuzione dei rendimenti effettivamente realizzati intorno a un certo rendimento atteso» (<sup>25</sup>) e includendo, così, anche gli scostamenti *positivi* dal risultato originariamente divisato, l'eventualità cioè che l'esito dell'investimento sia *migliore* di quanto ipotizzato in sede di sua iniziale programmazione (<sup>26</sup>). In tale contesto, un progetto di investimento dovrà dirsi tanto più "rischioso" quanto maggiore risulti la "dispersione" dei rendimenti effettivi intorno al rendimento atteso (<sup>27</sup>): in altre parole, quanto più elevata sia la sua *volatilità* (<sup>28</sup>).

Il concetto di rischio mostra così di avvicinarsi a quello di "incertezza" e di distinguersi, per contro, marcatamente dalla nozione di "pericolo".

---

<sup>22</sup> Sul concetto di rischio "sistemico" cfr. S.L.SCHWARZC, *Systemic Risk*, in 97 *Geo. L. J.* 193 (2008-2009), 198 ss.; per la (netta) distinzione concettuale tra rischio "sistemico" e rischio "sistematico" (cioè la componente di rischio del singolo investimento non diversificabile dall'azionista mediante aggiustamenti del proprio portafoglio individuale) cfr. R.T.MILLER (nt. 10), 116, nt. 274. A conferma di quanto osservato nel testo, si rivela particolarmente istruttiva la Relazione Consob per l'anno 2013 ove si legge che "a differenza del settore bancario", caratterizzato nel periodo 2007-2013 da un sensibile disallineamento delle quotazioni rispetto alla dinamica della redditività del settore, "i corsi delle società non finanziarie dei maggiori paesi dell'Area euro non mostrano alcun disallineamento significativo dei valori teorici stimati sulla base della congiuntura domestica, degli utili per azione e dei premi al rischio" (p. 60 s.).

<sup>23</sup> Per un esempio di questo approccio metodologico cfr. J.ARMOUR-J.N.GORDON, *Systemic Harms and Shareholder Value*, in *ECGI Law Working Paper N° 222/2013*, Agosto 2013 (paper consultabile all'indirizzo [http://ssrn.com/abstract\\_id=2307959](http://ssrn.com/abstract_id=2307959)). Si v. anche, in senso analogo, i rilievi di L.ENRIQUES-D.ZETZSCHE (nt. 10), 297 ss.

<sup>24</sup> Questa la definizione di "rischio" rinvenibile nel *Dizionario Italiano Online* ([http://www.grandidizionari.it/Dizionario\\_Italiano](http://www.grandidizionari.it/Dizionario_Italiano)), tratto dal *Grande Dizionario Italiano* di A.Gabrielli, Ed. Hoepli.

<sup>25</sup> A.DAMORADAN-O.ROGGI, *Finanza aziendale*<sup>3</sup>, Milano, Apogeo, 2011, 72.

<sup>26</sup> Cfr. T.BAUMS (nt. 21), 222. Sottolinea questa connotazione ambivalente del concetto di rischio anche R.MANGANO, *Doveri degli amministratori, conflitti interculturali e rischio – il ruolo del giurista*, p. 2 s. del paper presentato al Convegno annuale dell'Associazione "Orizzonti del diritto commerciale" sul tema "L'impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi", Roma, 21-22 febbraio 2014 (il paper è consultabile all'indirizzo [http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24354/mangano\\_r.pdf](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24354/mangano_r.pdf)).

<sup>27</sup> V. ancora A.DAMORADAN-O.ROGGI (nt. 25), 73; e S.ROSS-D.HILLIER-R.WESTERFIELD-J.JAFFE-B.JORDAN, *Finanza aziendale*, Milano, McGraw-Hill, 2012, 264.

<sup>28</sup> W.A.KLEIN-J.C.COFFEE JR.-F.PARTNOY (nt. 3), 244 («One investment is said to be more risky than another if the dispersion of potential outcomes is greater. We will refer to this concept of risk as *volatility risk*»). A sua volta, la volatilità, ossia l'ampiezza della dispersione dei rendimenti, viene misurata ricorrendo alla *varianza* ( $\sigma^2$ ) o alla sua radice quadrata, lo *scarto quadratico medio* o *deviazione standard* ( $\sigma$ ): su tali indicatori di rischio cfr. ampiamente S.ROSS-D.HILLIER-R.WESTERFIELD-J.JAFFE-B.JORDAN (nt. 27), 264 ss.; e R.A.BREALEY-S.C.MYERS-F.ALLEN, *Principles of Corporate Finance*<sup>11</sup>, New York, McGraw-Hill, 2014, 167 ss. (notando dunque che, se un determinato evento fosse caratterizzato da una probabilità di verificazione pari al 100%, la varianza/deviazione standard sarebbe pari a zero).

E, in vero, mentre il riferimento al vocabolo “incertezza” nell’analisi finanziaria tende a richiamare valutazioni operate in condizioni nelle quali non è possibile attribuire al verificarsi di un determinato evento (positivo o negativo) una specifica probabilità <sup>(29)</sup>, sfuggendo così a una qualsiasi forma di misurazione, l’uso del termine “pericolo” vale a indicare situazioni in presenza delle quali un dato comportamento o svolgimento dei fatti condurrà con sufficiente, stimabile probabilità ad un esito indesiderato (danno o altro svantaggio economico, violazione di una norma di legge, etc.) <sup>(30)</sup>.

In questa prospettiva, assumono una precisa connotazione tecnica le disposizioni che contengono riferimenti precettivi al «rischio» e, segnatamente, le norme degli artt. 2428, commi 1, e 2497-*quater*, comma 1, lett. c), c.c.

Così, il dovere degli amministratori di descrivere, nella relazione annuale sull’andamento della gestione, i «principali rischi e incertezze cui la società è esposta» si traduce nell’esigenza di dedicare una puntuale considerazione non solo alle grandezze “misurabili” capaci di influenzare quell’andamento (tassi di interesse, tassi di cambio, etc.) e di determinare quindi l’eventualità di un risultato futuro di periodo migliore o peggiore rispetto a quello dell’esercizio appena trascorso (“rischi”) ma anche ad accadimenti o scenari i quali, pur non suscettibili di essere “quantificati” in termini probabilistici, risultano pur sempre idonei a incidere sul valore del patrimonio sociale (“incertezze”).

Il significato del concetto di rischio appena lumeggiato spiega inoltre, con riguardo alla fattispecie di recesso «da ingresso nel gruppo», l’esigenza di proporre una interpretazione ampia del requisito costituito dalla «alterazione delle condizioni di rischio dell’investimento». Ciò che assume rilievo al riguardo è, a ben vedere, unicamente il dato oggettivo della *variazione* del livello di volatilità dell’investimento nella società eterogovernata, cioè della dispersione dei rendimenti probabili rispetto a quello medio atteso, non invece il *segno*, positivo o negativo, di quella alterazione <sup>(31)</sup>. In entrambe le ipotesi, infatti, il socio viene “costretto” a una riallocazione del portafoglio per mantenere invariato il profilo di rischio inizialmente prescelto: di questa esigenza l’ordinamento tiene conto attribuendo al socio il diritto di recesso e

---

<sup>29</sup> Cfr. ancora W.A.KLEIN-J.C.COFFEE JR.-F.PARTNOY (nt. 3), 244 i quali infatti propongono di trattare i termini “rischio” e “incertezza” come sinonimi. La distinzione tra “rischio” e “incertezza” risale al fondamentale contributo di F.H.KNIGHT, *Risk, Uncertainty and Profit*, New York, Sentry Press, 1921 (rist. del 1964), 197 ss., spec. 233 ove il rilievo secondo cui «[T]he practical difference between the two categories, risk and uncertainty, is that in the former the distribution of the outcome in a group of instances is known (either through calculation *a priori* or from statistics of past experience), while in the case of uncertainty this is not true, the reason being in general that it is impossible to form a group of instances, because the situation dealt with is in a high degree unique».

<sup>30</sup> In questo senso T.BAUMS (nt. 21), 222. La coppia concettuale “rischio/pericolo” evidenzia, dunque, solo un parziale allineamento con il significato che le viene attribuito in altri rami del sapere, ad es. nel campo degli studi sociologici ove i termini di quel binomio vengono intesi dalla migliore dottrina come orientamento ora alle conseguenze dell’agire altrui (nel caso del “pericolo”), ora alle conseguenze derivanti dalle proprie decisioni (nel caso del “rischio”): e v. N.LUHMANN, *Il paradigma perduto. Sulla riflessione etica della morale*, Roma, Meltemi, 2005, 53.

<sup>31</sup> La spettanza del diritto di recesso, in presenza degli altri segmenti costitutivi della fattispecie di cui all’art. 2497-*quater*, lett. c), c.c. dovrà, dunque, affermarsi sia in caso di incremento della volatilità della partecipazione sociale (=maggiore rischiosità), sia in caso di sua riduzione (=minore rischiosità): come fatto palese dal dato lessicale della norma che si serve del vocabolo neutro «alterazione» per contemplare, appunto, entrambe le configurazioni. Il che appare del tutto logico se si pone mente al fatto che la maggiore rischiosità dell’investimento comporta al tempo stesso, per quanto osservato in precedenza, *anche* un incremento della redditività potenziale della partecipazione; laddove, specularmente, alla riduzione del grado di rischio non può abbinarsi per ciò stesso valenza in ogni caso “positiva” per il socio, visto che essa implica l’eventualità di un corrispondente *decremento* del livello di dividendi futuri attesi dall’investimento.

consentendogli così di reinvestire il ricavato in (nuove) partecipazioni coerenti con quel profilo.

Ed è sempre in una accezione tecnica che il termine “rischio” viene utilizzato nell’art. 2325-*bis* c.c. per designare società che abbiano *azioni* negoziate su mercati regolamentati o diffuse tra il pubblico in misura rilevante. La locuzione «capitale di rischio», infatti, pone l’accento logico della definizione sulla *probabilità* di una oscillazione della remunerazione complessiva dell’investimento rispetto ad un valore atteso (ossia sul *rischio di volatilità*), non invece sulla eventualità del mancato conseguimento di quanto inizialmente versato alla società (ossia sul *rischio di credito*): profilo, questo, che *tipicamente* – anche se non necessariamente <sup>(32)</sup> – distingue l’investimento azionario dalle altre figure di partecipazione al rischio di impresa <sup>(33)</sup>.

3. (Segue): *rischio “giuridico” e rischio “economico” (tra valutazione di «idoneità» del modello ex d.lgs. 231/2001 e valutazione di «adeguatezza» degli assetti ex art. 2381 c.c.)*. Ai fini del discorso che si va svolgendo altrettanto imprescindibile risulta articolare il ragionamento in base alla natura del rischio e, in particolar modo, dedicare autonoma considerazione al rischio “giuridico”. Tale espressione richiama l’eventualità che una condotta imputabile all’ente societario integri una violazione di norme di legge/regolamentari o una lesione di posizioni soggettive altrui protette dall’ordinamento ed esponga, conseguentemente, la società al *pericolo*, in senso tecnico, di subire un pregiudizio economico (sotto forma di obbligazione risarcitoria, di sanzione pecuniaria amministrativa, ma anche di confisca/sequestro di liquidità o di altri elementi dell’attivo).

La necessità di distinguere il rischio “giuridico” dal rischio “economico” discende da ciò che mentre quest’ultimo, nelle sue varie declinazioni <sup>(34)</sup>, si presenta intrinsecamente

---

<sup>32</sup> E v., per una critica alla possibilità di rinvenire nel «grado di partecipazione al rischio d’impresa» l’elemento decisivo per distinguere le diverse nozioni di strumenti finanziari che possono essere emessi dalla società per azioni, M.NOTARI, *Partecipazione al rischio d’impresa, strumenti finanziari e categorie giuridiche*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*. Liber discipulorum, Milano, Egea, 2011, 497 ss.

<sup>33</sup> Sull’invito a mantenere distinto dal “*volatility risk*” il c.d. “*default risk*” v., per tutti, W.A.KLEIN-J.C.COFFEE JR.-F.PARTNOY (nt. 3), 244 s. Chiaro è al tempo stesso come, trattandosi pur sempre di “rischio”, anche il *default risk* sia *misurabile*: in termini, precisamente, di differenza tra il rendimento contrattualmente pattuito e il rendimento finale “atteso” (ottenuto scomputando dal primo un valore calcolato in base alla probabilità che, entro un determinato orizzonte temporale, il debitore divenga insolvente).

<sup>34</sup> Oltre alle tipologie di rischio economico di cui si è fatta già menzione – vale a dire, il *rischio di volatilità* di uno specifico investimento (c.d. “*project-specific risk*”), legato alla circostanza che i flussi di cassa generati dalla realizzazione di quel progetto potrebbero divergere dalle previsioni iniziali, e il *rischio di credito*, inteso come eventualità che i flussi di cassa ai quali l’impresa ha negozialmente diritto potrebbero non esser corrisposti alle scadenze convenute per l’inadempimento di chi vi è tenuto – vanno menzionati almeno: il *rischio di mercato*, ossia l’eventualità di perdite patrimoniali in dipendenza di mutamenti nell’andamento di variabili macroeconomiche quali, ad es., la curva dei tassi di interesse, i tassi di cambio, la liquidità e la volatilità dell’intero mercato; il *rischio di settore*, determinato dalla presenza di fattori che incidono sui flussi di cassa, appunto, di un intero settore merceologico; il *rischio di liquidità*, cioè l’eventualità di non disporre delle risorse finanziarie sufficienti per far fronte alle obbligazioni che vengono a scadenza; il *rischio internazionale*, che sorge ogni qualvolta la valuta nella quale viene denominato l’investimento azionario è diversa dalla valuta che esprime i flussi di cassa generati dalle varie iniziative intraprese dalla società. Su tutti questi aspetti cfr. A.DAMORADAN-O.ROGGI (nt. 25), 79 s.; si v. anche, nella letteratura giuridica, R.T.MILLER (nt. 10), 61 ss. e 73 ss.; T.BAUMS (nt. 21), 227 s. (testo e note 30 ss.) e 257 ss.; F.CHIAPPETTA, *Il sistema di controllo interno tra compliance normativa e attività gestionale*, in *RDS*, 2013, III, 556. E’ peraltro evidente come le tipologie di rischio economico/finanziario appena enucleate non siano tra loro reciprocamente incompatibili, potendo darsi, al contrario, plurime reciproche interferenze: si pensi all’incidenza che il rischio di mercato e/o il rischio internazionale sono in grado di esplicare sulla redditività di un investimento e, quindi, sulla sua volatilità. Deve invece ascriversi a un’area intermedia il c.d. “*rischio operativo*”, il quale

immanente all'attività d'impresa, sino al punto di precludere la possibilità stessa di qualificare "imprenditoriale" una decisione degli amministratori che ne sia sprovvista<sup>(35)</sup>, il rischio giuridico, per contro, non solo si sottrae a qualsiasi forma di «ponderazione» da parte dell'organo amministrativo ma costituisce, a ben vedere, un vero e proprio *limite esterno* al suo agire<sup>(36)</sup>.

In altri termini, mentre la decisione di attuare un determinato investimento si presta ad esser calibrata e apprezzata in ragione di una analisi dei costi e dei benefici rivenienti dalla sua esecuzione, nessun calcolo di utilità economica può svolgersi con riguardo al rispetto del comando normativo, la cui inosservanza, esponendo l'impresa a conseguenze patrimoniali pregiudizievoli, si presta ad esser apprezzata unicamente in termini di una situazione di *pericolo*, che si tratta allora, ancora una volta, di scongiurare e quindi, prima ancora, di *non accettare*<sup>(37)</sup>.

Tale complessità dimensionale del rischio di impresa non ha portata meramente descrittiva poiché reagisce sul contenuto stesso del principio di adeguatezza degli assetti previsto dall'art. 2381 c.c.

Per rendersi conto di quest'ultima affermazione conviene porre a raffronto tale principio con la figura dei modelli organizzativi contemplati dalla disciplina in tema di responsabilità amministrativa delle persone giuridiche (artt. 6 s. del d.lgs. n. 231/2001).

---

indica il pericolo di «perdite derivanti dalla inadeguatezza o dalla disfunzione di processi, risorse umane e sistemi interni, oppure da eventi esogeni, ivi compreso il rischio giuridico» (così l'art. 4, par. 1, n. 52 del Regolamento UE n. 575/2013 del 26 giugno 2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento).

<sup>35</sup> Impedendo così anche l'accesso al beneficio della *business judgment rule*, atteso che la ricorrenza di una decisione «imprenditoriale» è elemento essenziale di tale istituto in tutti i principali sistemi che ne fanno uso: cfr., per l'ordinamento statunitense, S.M.BAINBRIDGE (nt. 4), 110 ("an Exercise of Judgment"); nonché, per uno sguardo critico, v. F.A.GEVURTZ, *Corporation Law*<sup>2</sup>, St. Paul MN, West, 2010, 286 ss.; per l'ordinamento tedesco, e con riferimento al requisito della "unternehmerische Entscheidung" previsto dal § 93 Abs. 1 S. 2 AktG, M.LUTTER, *Interessenkonflikte und Business Judgment Rule*, in *Festschrift für C.W.Canaris*, München, Beck, 2007, II, 245 ss.; e N.HORN, *Unternehmerisches Ermessen und Vorstandschaft nach § 93 AktG*, in *Festschrift für H.-P.Westermann*, Köln, O.Schmidt, 2008, 1053 ss. Sviluppando quanto osservato nel testo si può anzi dire che il carattere «imprenditoriale» di una decisione dovrà rintracciarsi non solo (e non tanto) nell'esistenza di margini più o meno ampi di discrezionalità per gli amministratori, quanto piuttosto nell'esistenza di una pluralità di opzioni caratterizzate da un diverso profilo di rischio in termini di "dispersione" dei rispettivi risultati. Ed è questo aspetto che consente, a ben vedere, di giustificare l'applicazione di una regola volta a impedire al giudice di ripercorrere nuovamente il merito del ragionamento svolto dagli amministratori e di contestarne eventualmente le conclusioni [v. anche C.ANGELICI (nt. 4), 182].

<sup>36</sup> E v., sia pure ragionando dell'agire in conformità alla legge alla stregua di un «co-elemento dell'interesse sociale», anziché di un limite al suo perseguimento, P.SFAMENI, *Responsabilità da reato degli enti e nuovo diritto azionario: appunti in tema di doveri degli amministratori ed organismo di vigilanza*, in *Riv. soc.*, 2007, 164; ID., *Idoneità dei modelli organizzativi e sistema di controllo interno*, in *AGE*, 2009, 268 e 276 s. Per un rilievo analogo a quello formulato nel testo cfr. T.BAUMS (nt. 21), 224 (norme imperative come «äußere Grenzen unternehmerischer Entscheidungen»).

<sup>37</sup> E v. P.SFAMENI, *Idoneità dei modelli organizzativi* (nt. 36), 277 per l'osservazione secondo cui «il rischio di non conformità non può rientrare tra i rischi accettabili da parte degli amministratori». In sostanza, l'intendimento di violare la legge recide ogni possibilità di considerare gli amministratori in buona fede, anche ove essi abbiano tentato in questo modo di far conseguire un profitto alla società: cfr., per la correlativa inapplicabilità della *business judgment rule*, M.A.EISENBERG, *The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law*, in 62 *Fordham L. Rev.* 437 (1993-1994), 441. Quanto osservato nel testo deve restare fermo, ad avviso di chi scrive, anche nell'ipotesi in cui il rischio giuridico entri in "conflitto" con il principio di continuità aziendale (si pensi, seguendo un esempio cortesemente suggeritomi da Francesco Denozza, al caso di amministratori che non versino i contributi previdenziali per disporre della liquidità necessaria al pagamento dei fornitori): non sembra, infatti, meritevole di tutela – e va dunque allontanata dal libero gioco concorrenziale – un'impresa la quale, per mantenersi competitiva, abbia necessità di violare disposizioni imperative poste a protezione di interessi di terzi.

Malgrado sia consueto in dottrina istituire un nesso tra l'adozione dei predetti modelli e il canone di adeguata organizzazione dell'impresa<sup>(38)</sup>, non mancano precise differenze funzionali tra i due complessi disciplinari.

Infatti, mentre il protocollo di cui all'art. 6 del d.lgs. n. 231/2001 esplica la propria efficacia esimente solo se idoneo, appunto, a «prevenire» reati della specie di quello verificatosi e quindi a «minimizzare» il relativo rischio<sup>(39)</sup>, le scelte concernenti la conformazione e il concreto funzionamento della struttura organizzativa, amministrativa e contabile della società ai sensi dell'art. 2381 c.c. hanno per scopo la “gestione” del rischio finanziario, nel presupposto quindi di una sua sistematica *assunzione*, non invece di una sua «riduzione al minimo»<sup>(40)</sup>.

Quanto precede non comporta, naturalmente, che il vaglio di idoneità delle misure deputate alla prevenzione dei reati ne imponga una fisionomia precisa e ricorrente o che sussista per gli amministratori l'obbligo di istituire in ogni caso una funzione aziendale di *compliance* deputata ad assicurare l'osservanza di norme giuridiche o di regole e procedure interne.

Tale conclusione, oltre a subire (indebitamente) il “fascino” dell'ordinamento di settore in materia di banche e intermediari finanziari<sup>(41)</sup>, trascura di considerare che l'idoneità del modello va apprezzata in concreto, avendo cioè riguardo a parametri elastici commisurati «alla natura e alla dimensione dell'organizzazione nonché al tipo di attività svolta» (art. 7, comma 3, del d.lgs. n. 231/2001) e senza che ne risulti scalfita la discrezionalità valutativa dell'organo amministrativo<sup>(42)</sup>.

Più delicato è stabilire invece se la divaricazione funzionale appena registrata si traduca in una diversa profondità di indagine da parte del giudice chiamato ad accertare l'idoneità del modello *ex* d.lgs. n. 231/2001; stabilire, in altre parole, se l'organo giudicante sia effettivamente legittimato a valutare la «conformità/adeguatezza del predetto modello rispetto agli scopi che esso si propone di raggiungere»<sup>(43)</sup>.

---

<sup>38</sup> Cfr., per tutti, R.SACCHI (nt. 9), 84 s.; F.VASSALLI, nel *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F.d'Alessandro, II.2 (Artt. 2380-2451), Padova, Piccin, 2011, *sub* art. 2381, 37; D.GALLETTI, *I modelli organizzativi nel d.lgs. n. 231 del 2001: le implicazioni per la corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 126 s.

<sup>39</sup> P.SFAMENI, *Idoneità dei modelli organizzativi* (nt. 36), 283.

<sup>40</sup> In senso diverso v. invece G.SCOGNAMIGLIO (nt. 12), 163. Ma per la condivisibile osservazione secondo cui «risk management is not about avoiding risk altogether and, most importantly, does not necessarily imply even risk mitigation», v. L.ENRIQUES-D.ZETZSCHE (nt. 10), 31.

<sup>41</sup> Nel campo delle imprese bancarie e finanziarie, infatti, «la funzione di conformità alle norme» si presenta in ogni caso necessaria, potendo l'impresa al più beneficiare, in ossequio al principio di proporzionalità, di talune semplificazioni: e v., con riguardo alle imprese di investimento e alle SGR, l'art. 12, comma 3, del Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob del 29 ottobre 2007, recante disposizioni in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio.

<sup>42</sup> Discrezionalità, beninteso, *vincolata* il cui esercizio esige, dunque, che gli amministratori conducano una puntuale analisi delle aree di rischio giuridico rilevanti e che si intensifica sino a delineare un vero e proprio obbligo di intervento in presenza di irregolarità pregresse o del sospetto di (ripetute) condotte illecite intestabili a dipendenti e collaboratori dell'impresa: e v. M.WINTER, *Die Verantwortlichkeit des Aufsichtsrats für „Corporate Compliance“*, in *Festschrift für U.Hüffer*, München, Beck, 2010, 1106 s.

<sup>43</sup> Così la recente decisione di Cass. pen., 30 gennaio 2014, n. 4677, in *Società*, 2014, 469 ss. con osservazioni di C.E.PALIERO e di V.SALAFIA la quale, nel riformare la sentenza di App. Milano, a sua volta confermativa di Trib. Milano, 17 novembre 2009 (che può leggersi in *Società*, 2010, 479 ss.), si spinge sino al punto di censurare il mancato coinvolgimento dell'Organismo di Vigilanza nella verifica del contenuto finale di un comunicato stampa prima della sua divulgazione al mercato. Sull'ampiezza del controllo giudiziale avente a oggetto i modelli e protocolli organizzativi di cui al d.lgs. n. 231/2001 v. M.RABITTI, *Rischio organizzativo e responsabilità degli amministratori*, Milano, Giuffrè, 2004, 52 s. La

In questa sede, e ai fini del discorso che si va svolgendo, ci si può limitare a rilevare in proposito l'esigenza di evitare opposti eccessi: se, per un verso, è certo che il sindacato giurisdizionale sull'idoneità del modello non si presta ad essere escluso adducendo la mera adesione a linee guida o a schemi astratti elaborati da associazioni di categoria<sup>(44)</sup>, altrettanto chiaro è però, d'altro canto, come il fondamento di quel sindacato non possa ravvisarsi in una funzionalizzazione del principio di adeguatezza organizzativa alla realizzazione di scopi pubblici o di finalità d'interesse generale<sup>(45)</sup>.

Le scelte relative alla selezione e definizione degli assetti organizzativi idonei alla prevenzione dei reati rimangono, infatti, espressione dell'obbligo degli amministratori di preservare l'integrità del patrimonio destinato all'esercizio dell'impresa e di neutralizzare il pericolo di decurtazioni di valore conseguenti all'irrogazione di sanzioni o alla affermazione di pretese risarcitorie altrui.

In quest'ottica, esse conservano pertanto i caratteri comuni a ogni altra scelta gestoria, poiché sono sorrette e guidate da quel medesimo confronto tra costi (delle misure indirizzate alla prevenzione dell'illecito) e benefici (in termini di minimizzazione del pericolo di consumazione del reato) che l'art. 2082 c.c. erige a elemento costitutivo della nozione di impresa attraverso il richiamo al principio di «economicità»<sup>(46)</sup>.

Quanto appena osservato non si pone, peraltro, in contraddizione con il rilievo in precedenza formulato circa la inaccessibilità del rischio giuridico a forme di ponderazione o consapevole assunzione da parte degli amministratori. Un conto è, infatti, la decisione concernente l'opportunità di assumere il rischio di violare norme imperative a fini di profitto –

---

questione segnalata nel testo è dibattuta anche nella dottrina di oltreoceano la quale si interroga sulla possibilità di calibrare l'intensità del sindacato giudiziale sul rispetto dei doveri di vigilanza degli amministratori a seconda che essi cadano sui sistemi di *compliance* o invece su quelli di *risk management*: v. al riguardo, sostenendo l'eguale natura ma la diversa graduabilità di quegli obblighi, S.M.BAINBRIDGE (nt. 3), 981 ss. ("significant differences in degree"); per una valutazione parzialmente difforme T.R.MILLER (nt. 10), 102 il quale, pur condividendo l'esattezza di quella distinzione, ritiene che lo *standard* di riscontro giudiziale debba essere il medesimo in entrambi i casi, manifestandosi pertanto irrilevante la natura del dovere organizzativo sottostante che si assuma, in ipotesi, violato («whether it be to monitor the corporation's compliance with law, accounting controls, risk-management systems, or anything else»).

<sup>44</sup> E v. infatti C.E.PALIERO, *Responsabilità dell'ente e cause di esclusione della colpevolezza: decisione «lassista» o interpretazione costituzionalmente orientata?*, in *Società*, 2010, 479.

<sup>45</sup> Così, invece, Cass. pen., 30 gennaio 2014, n. 4677, ove il riferimento, nel fondare il potere di valutazione giudiziale, «alle linee direttrici generali dell'ordinamento (e *in primis* a quelle costituzionali: cfr. art. 41 comma terzo)». E v. anche V.BUONOCORE (nt. 9), 29, ove il richiamo ai «valori costituzionali contenuti nell'art. 41»). In direzione analoga si muove chi, al fine di negare la configurabilità di «violazioni di legge utili» ("*nützliche Gesetzesverstöße*"), qualifica la s.p.a. (quotata) alla stregua di una «istituzione pubblica» (W.BAYER, *Legalitätspflicht der Unternehmensleitung, nützliche Gesetzesverstöße und Regress bei verhängten Sanktionen – dargestellt am Beispiel von Kartellverstößen*, in *Festschrift für K.Schmidt*, Köln, O.Schmidt, 2009, 103: «öffentliche Veranstaltung»).

<sup>46</sup> Nella prospettiva qui caldeggiata – quella dell'impresa – diviene in fondo secondario interrogarsi sul contenuto da riconoscere alla nozione di interesse sociale e in particolar modo sciogliere l'alternativa tra una impostazione che lo identifichi con le aspettative dei soli soci e una che vi ricomprenda anche l'interesse dei creditori e degli altri *stakeholders*: purché, ovviamente, si conservi a quella nozione un'impronta privatistica, senza dilatarla a ricomprendere posizioni di interesse a carattere diffuso o instabili all'intera collettività. E' banale aggiungere, inoltre, che la conclusione formulata nel testo diviene inevitabile ove si aderisca alla teorica dello *shareholder value*: e v., infatti, R.T.MILLER (nt. 10), 101 («the design and implementation of legal-compliance and accounting-control systems also involve risk and return decisions, for such systems enhance shareholder value only to the point that the marginal benefits of investing in a more elaborate system (such benefits coming in the form of reduced losses) exceed the costs»). Ciò non toglie, ovviamente, che l'approccio prediletto in sede di ricostruzione dell'interesse sociale possa sviluppare precise implicazioni nella definizione dei doveri di comportamento degli amministratori in materia di vigilanza sul livello di rischio dell'impresa: e v., con peculiare riguardo alle "*systemically important financial firms*", J.ARMOUR-J.N.GORDON (nt. 23), 26 ss.

la cui legittimità, si è detto, deve escludersi in radice -, altro è la decisione relativa al *tipo* di modello e di misure da adottare per la prevenzione di quelle violazioni: decisione che, condividendo la medesima natura “organizzativa” di quelle relative alla materia degli assetti di cui all’art. 2381 c.c., deve farsi rientrare parimenti nel campo applicativo della *business judgment rule* <sup>(47)</sup>.

4. (Segue): *rischi dell’atto e rischi della attività*. Sotto diverso profilo, la scomposizione dei doveri degli amministratori attinenti alla “gestione” del rischio di impresa può essere ulteriormente agevolata separando il piano dell’«atto» da quello dell’«attività». La sensazione infatti è che non vi sia perfetta coincidenza tra gli obblighi che gravano sugli amministratori in sede di apprezzamento dei rischi relativi al singolo atto di gestione e i doveri che su di essi incombono con riguardo alla valutazione del rischio di una interruzione dell’attività <sup>(48)</sup>.

Così, mentre il rischio “episodico” (relativo cioè alla singola operazione gestoria) si presta ad essere individuato, e quindi governato, solo *ex ante*, cioè prima che l’operazione sia compiuta, l’individuazione dei rischi concernenti la conservazione dell’impresa presuppone invece che si guardi all’andamento del valore complessivo degli investimenti *già effettuati* e si assuma quindi, eventualmente, una decisione in ordine alla loro dismissione o ristrutturazione <sup>(49)</sup>.

Diversi sono altresì, i criteri utilizzabili per la *misurazione* delle due classi di rischio. Nel caso della decisione relativa al singolo progetto, infatti, la quantificazione del rischio si risolve, come osservato in precedenza, nel determinare la volatilità dell’investimento, cioè il grado di dispersione dei potenziali *rendimenti* in termini di “valore attuale netto” dei flussi di cassa generati dalla sua attuazione <sup>(50)</sup>; ove si tratti invece di misurare la rischiosità globale dell’attività l’esigenza di quantificazione si traduce essenzialmente nella stima probabilistica della *perdita* massima registrabile, in un dato lasso temporale, sull’intero portafoglio di progetti di investimento realizzati dall’impresa <sup>(51)</sup>.

La superiore partizione comporta, conseguentemente, un differente atteggiarsi del processo di governo del rischio da parte degli amministratori.

La scelta concernente l’attuazione di un singolo progetto richiede, infatti, vuoi una stima isolata del suo valore monetario netto, vuoi però anche una valutazione *comparativa* con investimenti potenzialmente alternativi che presentino lo stesso livello di rischio. Ciò in quanto lo scopo di incremento del valore e della redditività del capitale investito nell’impresa impone

---

<sup>47</sup> Nello stesso senso, con riguardo alle decisioni relative alla organizzazione della funzione di *compliance*, M.WINTER (nt. 42), 1106.

<sup>48</sup> E v., per la distinzione tra “risk on a single investment” e “risk on the firm’s portfolio as a whole” R.T.MILLER (nt. 10), 57 ss.; nonché, ampiamente, T.BAUMS (nt. 21), 225 ss. (“*einzelprojektbezogene Risiken*” e “*bestandsbezogene Risiken*”).

<sup>49</sup> T.BAUMS (nt. 21), 226.

<sup>50</sup> Per valore attuale netto di un investimento (“*net present value*”) si intende, in finanza aziendale, la grandezza ottenuta: (i) sommando i flussi di cassa futuri che verranno presumibilmente generati da quell’investimento; (ii) attualizzando, quindi, tali flussi mediante un saggio di interesse che tenga conto del costo opportunità del capitale investito e (iii) deducendo infine l’importo del capitale inizialmente investito. Cfr. A.DAMORADAN-O.ROGGI (nt. 25), 264 ss. (ove, a p. 272, l’osservazione secondo cui il metodo del valore attuale netto «ha diverse proprietà che lo rendono un attraente criterio decisionale, oltre che quello preferito, almeno nel caso in cui a dover scegliere sia un teorico di finanza aziendale»); R.A.BREALEY-S.C.MYERS-F.ALLEN (nt. 28), 18 ss. e 105 ss.

<sup>51</sup> Per una ricognizione delle forme di misurazione del rischio concernente l’intero portafoglio di investimenti e in particolar modo per il ricorso alla tecnica del VAR (c.d. “*Value at Risk*”) v., nella letteratura finanziaria, R.A.BREALEY-S.C.MYERS-F.ALLEN (nt. 28), 601 s.; in quella giuridica, R.T.MILLER (nt. 10), 62 ss.

agli amministratori di attuare quel progetto unicamente a condizione che il suo “*net present value*” sia non solo *positivo* ma altresì *il più elevato* tra quelli propri dei progetti astrattamente perseguibili (<sup>52</sup>).

L’adempimento dei doveri concernenti il governo dei rischi suscettibili di incidere sulla sopravvivenza stessa dell’impresa esige invece che l’organo amministrativo, da un lato, definisca in via preliminare il grado di rischio complessivo intestabile alla società senza mettere a repentaglio le prospettive di continuazione dell’attività (c.d. “*risk tolerance*” o “*Risikotragfähigkeit*”) e, dall’altro, monitori poi periodicamente l’andamento del portafoglio di investimenti per verificarne la coerenza con quel livello predefinito di rischio.

Naturalmente i due piani, pur concettualmente separati, si intersecano tra loro, come è agevole comprendere se solo si considera che il rischio complessivo caratterizzante la struttura del patrimonio sociale dipende dalla misura del rischio espressa dai singoli elementi dell’attivo e del passivo e che, a sua volta, il processo decisionale concernente la valutazione del rischio inerente alla singola operazione deve avvalersi delle informazioni generate dai sistemi organizzativi, amministrativi e contabili istituiti per il governo del rischio complessivo dell’attività.

L’interferenza tra i due piani emerge, conseguentemente, anche in rapporto alle *strategie* che gli amministratori sono abilitati a intraprendere per contenere, prevenire o neutralizzare i rischi del singolo atto gestorio e quelli relativi all’intero portafoglio: dalla scelta di *evitare* il rischio optando per la mancata esecuzione dell’investimento a quella di *limitarlo* mediante una opportuna diversificazione dell’attivo; dalla decisione di *trasferire* i rischi in capo a terzi attraverso strumenti derivati o prodotti assicurativi a quella di *assumerli* invece nella loro pienezza in quanto necessari per conseguire il livello programmato di redditività dell’investimento e/o dell’attività (<sup>53</sup>).

E’ appena il caso di sottolineare, infine, come la selezione di tali strategie, ove supportata da una adeguata istruttoria svolta in ossequio al dovere di agire in modo informato di cui all’art. 2381, ult. cpv. c.c. (<sup>54</sup>), sfugga a ogni possibilità di sindacato in sede giurisdizionale, anche ove si risolva nella decisione di *non adottare* specifici presidî per la

---

<sup>52</sup> E v. anche A.MORINI, *Estrazione del valore per gli azionisti: «financial ratios» e decisioni degli amministratori*, p. 10 del paper presentato al Convegno annuale dell’Associazione “Orizzonti del diritto commerciale” sul tema “L’impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi”, Roma, 21-22 febbraio 2014 (il paper è consultabile all’indirizzo [http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24386/morini\\_a.pdf](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24386/morini_a.pdf)) il quale rimarca l’importanza dell’utilizzo di parametri finanziari (e poi dei flussi di cassa) «allo scopo di individuare quale tra le plurime possibilità esistenti realizzi la più elevata capacità di estrazione di valore dalla società». Naturalmente possono anche darsi ragioni eccezionali le quali esigono la realizzazione di un investimento malgrado sia caratterizzato da un rendimento netto negativo; ragioni che però, al fine di fruire del beneficio della *business judgment rule*, dovranno essere puntualmente rappresentate nella deliberazione consiliare con illustrazione delle informazioni utilizzate a supporto della decisione: cfr. T.BAUMS (nt. 21), 233 s.

<sup>53</sup> Per una catalogazione delle misure strumentali alla gestione del rischio d’impresa cfr. R.A.BREALEY-S.C.MYERS-F.ALLEN (nt. 28), 659 ss.; S.M.BAINBRIDGE (nt. 3), 970.

<sup>54</sup> La questione – che non può essere ovviamente affrontata in questa sede – è, piuttosto, quale sia il *novero* e l’*ampiezza* del dovere informativo gravante sugli amministratori, confrontandosi al riguardo almeno due possibili impostazioni: da un lato, quella che richiede al gestore di operare «con il massimo del bagaglio conoscitivo possibile» [così F.VASSALLI (nt. 5), 31]; dall’altro, quella che reputa adeguata la condotta di un amministratore il quale si limiti a decidere sulla scorta dei dati e delle informazioni che un gestore di media diligenza munito delle sue stesse (specifiche) competenze avrebbe ritenuto necessarie ma anche sufficienti [v., propugnando questa soluzione e rigettando qualsiasi ricostruzione della *business judgment rule* che imponga all’amministratore di ricercare e assumere *tutte* le informazioni rilevanti potenzialmente accessibili, S.BAINBRIDGE (nt. 4), 119 ss.].

minimizzazione del rischio finanziario <sup>(55)</sup>. In altri termini, e come già osservato analizzando il concetto di rischio giuridico, non solo non sussiste un obbligo per gli amministratori di adottare *un unico predefinito* criterio o paradigma di misurazione del rischio relativo al singolo progetto/all'intera attività ma anche la valutazione concernente le cautele da adottare per la sua neutralizzazione o riduzione resta pur sempre soggetta al calcolo economico di utilità proprio di ogni scelta imprenditoriale e, in particolar modo, all'esigenza di un confronto tra il costo sollecitato dalla adozione di quelle cautele e la perdita che la società subirebbe in ipotesi di mancata loro introduzione <sup>(56)</sup>.

5. *I vincoli normativi all'assunzione del rischio d'impresa: (aa) l'oggetto sociale; (bb) il patrimonio netto; (cc) l'interesse sociale (in particolare: sull'assunzione di rischi "eccessivi" o "irragionevoli")*. La legittimità delle scelte amministrative concernenti la misura del rischio da assumere nell'esecuzione di una determinata operazione o nell'esercizio dell'intera attività si presta, inoltre, ad essere vagliata sulla scorta degli elementi normativi che concorrono a identificare l'iniziativa organizzata in forma societaria.

(aa) Ciò può predicarsi, in primo luogo, per l'*oggetto sociale* il quale, servendo a individuare il profilo di rischio dell'investimento azionario, preclude in radice agli amministratori la possibilità di "ridurre" quel rischio mediante la tecnica della diversificazione in settori diversi da quello/i indicato/i nella carta statutaria <sup>(57)</sup>. Si noti che questa preclusione all'esercizio del potere amministrativo non discende dalla rilevanza "formale" dell'oggetto sociale, dal fatto cioè che le scelte inerenti a tale oggetto presuppongano in ogni caso una preventiva modificazione dello statuto e siano quindi riservate all'assemblea, quanto piuttosto dalla intrinseca capacità di tale dato di esprimere la volatilità *tipica* dell'investimento. Di ciò si trae conferma dalla disposizione dell'art. 2479, comma 2, c.c. che, nell'enucleare le materie imperativamente devolute alla competenza dei soci di una s.r.l., menziona distintamente «le modificazioni dell'atto costitutivo» e «la decisione di compiere operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale determinato nell'atto costitutivo»: nell'assunto, dunque, che possa validamente assumersi una tale decisione anche in assenza di una preventiva modifica della clausola dell'atto costitutivo enunciativa dell'oggetto sociale.

La funzione dell'oggetto sociale come limite all'assunzione di rischi da parte dell'organo amministrativo appare, del resto, proponibile con *specifico* riguardo al compimento di operazioni puramente speculative che non siano espressamente menzionate nello statuto <sup>(58)</sup>. In altri termini, in mancanza di siffatta menzione, vi è spazio per ritenere che il ricorso sistematico a strumenti derivati o titoli strutturati per finalità di mero lucro e non di copertura

---

<sup>55</sup> Si ricordi quanto osservato nel precedente par. 3 in ordine alla impossibilità di configurare un dovere degli amministratori di minimizzare il rischio economico-finanziario (a differenza di quanto è a dirsi per il rischio giuridico). E v., giustamente, T.BAUMS (nt. 21), 238 («Eine uneingeschränkte Pflicht zur Risikominderung oder Risikovorsorge besteht aber nicht»).

<sup>56</sup> Sottolinea questo aspetto anche C.PECORARO, *Gestione del rischio da ignoto tecnologico: prime riflessioni sull'adeguatezza dell'organizzazione*, in *Scritti in onore di V.Buonocore*, II, Milano, Giuffrè, 2005, 1444, testo e nt. 58, e 1451.

<sup>57</sup> In sostanza, l'ordinamento valuta economicamente più efficiente che la neutralizzazione del rischio di settore (cfr. *supra* nt. 34) sia operata dal singolo socio mediante opportuni aggiustamenti del proprio portafoglio, anziché dagli amministratori mediante (assai più costosi) aggiustamenti del portafoglio dell'impresa [e v. il cenno in A.DAMORADAN-O.ROGGI (nt. 25), 80].

<sup>58</sup> E v. infatti, lucidamente, F.DENOZZA, *La funzione dei derivati nel mercato: tra disciplina del contratto e disciplina dell'impresa*, in *Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?*, a cura di A.Guaccero e M.Maugeri, Milano, Giuffrè, 2014, 159 s.

di rischi preesistenti si mantenga estraneo – e sia anzi, a ben vedere, *atto contrario* <sup>(59)</sup> – all’oggetto sociale ed esponga gli amministratori a responsabilità nei confronti della società e dei terzi che abbiano subito un danno in dipendenza di tale condotta <sup>(60)</sup>.

(bb) Ulteriore limite all’assunzione di rischi da parte degli amministratori deve rinvenirsi nella struttura patrimoniale e finanziaria della società e, segnatamente, nel rapporto tra indebitamento e mezzi propri stabilmente destinati all’esercizio dell’attività. E’ noto, infatti, come tale rapporto esprima una misura del livello di *rischiosità* dell’impresa nel senso che più esso è elevato, minore si rivela la «elasticità» di quella struttura, cioè la capacità di assorbire eventuali perdite patrimoniali generate dal concretizzarsi dei rischi inerenti agli investimenti effettuati. Inversamente correlata a quel rapporto si dimostra, altresì, la propensione al rischio degli organi sociali nel senso che tali organi saranno incentivati a promuovere la realizzazione di progetti di investimento altamente remunerativi, ma altrettanto rischiosi, se non del tutto speculativi, in ragione del disallineamento esistente tra i benefici acquisibili in caso di successo dell’investimento (di pertinenza dei soci, al netto del rimborso del debito) e le perdite da fronteggiarsi nell’ipotesi di opposto esito (le quali graverebbero, essenzialmente, sui finanziatori “terzi” in presenza di una situazione di marcata sottocapitalizzazione dell’impresa) <sup>(61)</sup>.

In questa prospettiva, la consistenza del patrimonio netto finisce con l’esprimere pertanto, se non un vero e proprio vincolo “rigido” <sup>(62)</sup>, quanto meno una indicazione “mobile” idonea a riempire di contenuto i doveri di comportamento degli amministratori nel governo del rischio di impresa. E’, in altri termini, plausibile ritenere che questi ultimi, nel selezionare i progetti cui dare corso e, più in generale, nel definire il complessivo grado di rischio dell’attività, siano tenuti a considerare puntualmente il livello di patrimonializzazione

---

<sup>59</sup> Se, infatti, il compimento di investimenti di puro azzardo espone la società al rischio di insolvenza, si riducono evidentemente (sebbene non vengano automaticamente meno) le possibilità di conseguimento dell’oggetto sociale: e v., oltre a quanto si osserverà subito dopo nel testo in ordine ai limiti alla assunzione di “insolvenzsauslösende Risiken”, il rilievo di C.ANGELICI, *Intervento alla Tavola rotonda su “L’interesse sociale tra contrattualismo e istituzionalismo”*, svoltasi in occasione del Convegno annuale dell’Associazione “Orizzonti del diritto commerciale” sul tema “L’impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi”, Roma, 21-22 febbraio 2014, p. 9 del dattiloscritto (consultabile all’indirizzo [http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/32335/carlo\\_angelici\\_-\\_def..pdf](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/32335/carlo_angelici_-_def..pdf)) il quale osserva che «se l’oggetto del dovere degli amministratori è la gestione dell’impresa, e così l’attuazione dell’oggetto sociale in cui essa consiste, essi debbono, almeno, operare in modo da assicurarne la sopravvivenza, la *Bestandserhaltung* di cui si discorre nella cultura giuridica tedesca».

<sup>60</sup> A questa conclusione (ossia, alla statuizione di estraneità all’oggetto sociale di una banca di operazioni in derivati o *asset backed securities* che non siano sorrette da ragioni di *hedging*) perviene, ad es., la giurisprudenza germanica: si v. *Bundesgerichtshof*, 15 gennaio 2013, in *ZIP*, 2013, 455 ss. (nel caso “Correalcredit”) ove si rinviene la chiara enunciazione del principio di diritto secondo cui «la stipulazione di derivati su tassi di interesse, che non servano alla copertura di rischi su interessi derivanti dall’attività principale o dalla legittima attività accessoria di una banca di credito fondiario, era estranea all’oggetto sociale della società attrice, l’esercizio del credito fondiario, e quindi un negozio speculativo illegittimo per la banca» («Der Abschluss von Zinsderivategeschäften, die nicht der Absicherung von Zinsrisiken aus dem Hauptgeschäft oder dem zulässigen Nebengeschäft einer Hypothekenbank dienen, war vom Unternehmensgegenstand der Klägerin, dem Betrieb einer Hypothekenbank, nicht gedeckt und ein für eine Hypothekenbank unzulässiges Spekulationsgeschäft»); nonché *OLG Düsseldorf*, 9 dicembre 2009, in *ZIP*, 2010, 28 ss. (nel caso “Industriekreditbank”). Su tali pronunce, ampiamente, H.FLEISCHER (nt. 4), 5 ss.

<sup>61</sup> Su questi, ormai ben noti, concetti sia consentito il richiamo a M.MAUGERI, *Commento all’art. 2327*, nel *Codice delle s.p.a.* a cura di P.Abaddessa e G.B.Portale, con il coordinamento di V.Cariello e U.Tombari, in corso di pubblicazione presso i tipi della Giuffrè.

<sup>62</sup> Secondo il paradigma normativo offerto dalla disciplina del patrimonio di vigilanza in materia bancaria.

della società, cioè il “cuscinetto” di valori destinato ad essere immediatamente eroso ove quel rischio si materializzasse.

Dovrebbe, al tempo stesso, risultare evidente la distanza concettuale che separa quanto appena osservato dal tentativo di fondare la vigenza nel nostro ordinamento di un principio di adeguata capitalizzazione dell'impresa o di un divieto di sua manifesta sottocapitalizzazione<sup>(63)</sup>. Non si tratta, infatti, di individuare una «regola» la cui inosservanza precluda (l'avvio o comunque) la continuazione dell'attività, bensì di isolare uno *standard* di «corretta gestione imprenditoriale» utile a orientare gli amministratori nell'assunzione consapevole di decisioni intrinsecamente rischiose: se si vuole, allora, non una integrazione del precetto dell'art. 2327 c.c. ma una specificazione della clausola di adeguatezza di cui all'art. 2381 c.c.<sup>(64)</sup>.

(cc) Gli amministratori di s.p.a. si espongono, infine, a responsabilità ove assumano rischi idonei a provocare una situazione di squilibrio finanziario della società ed eventualmente la sua insolvenza<sup>(65)</sup>. Per giungere a tale conclusione non è necessario, ancora una volta, prendere posizione sul contenuto normativo del concetto di interesse sociale<sup>(66)</sup>. Qualunque sia la visuale ermeneutica (e ideologica) che si intenda adottare intorno a questo concetto, deve convenirsi sul dato secondo cui i gestori di valori altrui, e proprio in ragione di tale posizione

<sup>63</sup> E v., infatti, C.PECORARO (nt. 56), 1461, nt. 102.

<sup>64</sup> Cfr., per il nesso tra adeguatezza degli assetti “organizzativi” e adeguatezza dell'assetto “patrimoniale” e “dei mezzi finanziari” della società, V.BUONOCORE (nt. 9), 24 ss.; G.C.M.RIVOLTA, *Brevi riflessioni sulla disciplina degli aspetti finanziari nel diritto dell'impresa e delle società*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, Giuffrè, 2011, 525; G.STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, 617 s. e 639 s. Del resto, che il patrimonio netto si presti a fungere da parametro per individuare una condizione di liceità dell'agire gestorio traspare anche da quell'orientamento in dottrina che considera possibile affermare una responsabilità degli amministratori di s.p.a. i quali abbiano (prima proposto e poi) compiuto distribuzioni ai soci di attivo patrimoniale idonee a compromettere irreversibilmente l'equilibrio economico-finanziario della società: e v., senza pretesa di completezza, N.ABRIANI, *Finanziamenti «anomali» dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, Torino, Utet, 2011, 342 s.; E.GINEVRA, *Il capitale sociale e le condizioni per la costituzione*, in *S.r.l. Commentario* dedicato a Portale, Milano, Giuffrè, 2011, 106; M.MIOLA *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2012, 256 s. Sostiene la responsabilità anche dei soci che abbiano votato a favore di una deliberazione idonea a pregiudicare l'equilibrio finanziario della società A.LOLLI, *Situazione finanziaria e responsabilità nella governance delle s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 2009, 173 ss.

<sup>65</sup> Per tali intendendosi le classi o tipologie di rischio le quali, ponderate per la probabilità del loro verificarsi, renderebbero la società incapace di far fronte regolarmente alle proprie obbligazioni: v., per una definizione analoga con riguardo al presupposto della *Überschuldung*, T.BAUMS (nt. 21), 254 (“insolvenzauflösende Risiken”).

<sup>66</sup> Come si è, del resto, già osservato discorrendo di rischio giuridico (cfr. la precedente nt. 46). Sulla nozione di «interesse sociale» si può utilmente rinviare comunque alle recenti riflessioni di C.Angelici, F.Denozza, M.Libertini e P.Montalenti sviluppate nella già citata Tavola rotonda su “*L'interesse sociale tra contrattualismo e istituzionalismo*”, svoltasi a Roma in occasione del Convegno annuale dell'Associazione “Orizzonti del diritto commerciale” del 21-22 febbraio 2014.

In ogni caso, preme sottolineare che le conclusioni cui si giunge nel testo non cambierebbero neppure ove si considerasse il problema dell'esistenza di limiti alla adozione di scelte gestorie “irrazionali” o palesemente azzardate degli amministratori, anziché nella angolazione visuale del principio di continuità aziendale, in quella del conflitto tra interesse dei soci alla massimizzazione del valore dell'investimento e interesse dei creditori sociali alla conservazione della garanzia patrimoniale (e devo la segnalazione di questa diversa prospettiva nuovamente alle cortesie osservazioni di Francesco Denozza). Gli amministratori saranno, infatti, abilitati a effettuare operazioni il cui esito positivo assicurerebbe un elevato ritorno monetario alla compagine sociale anche ove sussista l'eventualità che l'insuccesso cagioni il fallimento dell'impresa: ciò a condizione che quella eventualità si mantenga al di sotto del livello di rischio individuato in via preventiva dagli stessi amministratori quale soglia coerente con la attuale struttura economica e patrimoniale della società (a condizione, cioè, che lo scenario di una insolvenza, sebbene possibile, non sia, appunto, *probabile*).

funzionale, non sono legittimati a porre in essere operazioni che potrebbero con elevata probabilità consumare la consistenza del patrimonio e condurre all'interruzione dell'attività di amministrazione di quei valori<sup>(67)</sup>.

Non sarebbe, pertanto, conforme ai principi di «corretta gestione imprenditoriale» la scelta degli amministratori di assoggettare consapevolmente l'organizzazione sociale a elementi di rischio *riconoscebili* il cui inveramento porrebbe a repentaglio la continuità aziendale, cioè lo scopo «di mantenere l'impresa in condizioni tali da poter rimanere indefinitamente sul mercato, autogenerando le risorse per la propria continuità»<sup>(68)</sup>.

Entro questi confini concettuali – e solo all'interno del loro perimetro – può condividersi l'assunto secondo cui, nella gestione dell'impresa, gli amministratori incontrerebbero il limite costituito dal divieto di assumere rischi “eccessivi” o “manifestamente irrazionali”<sup>(69)</sup>.

In altri termini, nella prospettiva qui prescelta e al fine di rendere tale limite operativamente praticabile, cioè suscettibile di giustificare l'effetto giuridico della disapplicazione della *business judgment rule*, il rischio dovrà considerarsi “smisurato” o “esorbitante” – e la sua volontaria assunzione indice di violazione del dovere di diligenza professionale gravante sugli amministratori ai sensi dell'art. 2392 c.c. – unicamente qualora, secondo una analisi delle caratteristiche dell'operazione (o del complesso unitario di operazioni tra loro collegate) quali conosciute al momento della decisione, il concretizzarsi della situazione di pericolo sarebbe (stata) idonea a mettere a repentaglio, in una prospettiva di medio-lungo periodo, l'equilibrio finanziario e la conservazione stessa dell'impresa<sup>(70)</sup>.

Ove, per contro, non sia istituibile alcun nesso dimostrabile di causalità tra assunzione del rischio e probabilità di crisi o di insolvenza della società, non vi è spazio per la categoria concettuale del rischio «eccessivo» né, conseguentemente, per contestare in sede giudiziaria la supposta “irrazionalità” o “irragionevolezza” della decisione assunta dagli amministratori<sup>(71)</sup>.

---

<sup>67</sup> V. C.ANGELICI (nt. 59), 10 (dovere degli amministratori «di operare per la «sopravvivenza» dell'impresa» e, conseguentemente, divieto di «adottare comportamenti che a tale eliminazione in concreto conducono»); e P.MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, in *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2011, 110 secondo il quale «l'interesse sociale deve configurarsi come interesse alla valorizzazione dell'investimento in una prospettiva di lungo termine, nozione certamente elastica ma economicamente determinabile».

<sup>68</sup> A.MAZZONI (nt. 13), 831. La centralità sistematica del principio di continuità aziendale è ben sottolineata anche da M.LIBERTINI (nt. 9), 232. Sul dovere degli amministratori «di astenersi dal compiere operazioni che, sulla base delle informazioni disponibili, debbano considerarsi suscettibili di pregiudicare l'equilibrio della situazione finanziaria dell'impresa» v. G.STRAMPELLI (nt. 64), 640 (ove ulteriori rife. bibliografici nella nt. 114); cfr. pure A.ZANARDO, *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nella società per azioni*, Padova, Cedam, 2010, 249 ss., la quale propone di identificare il carattere di “irrazionalità” della scelta gestoria nella sua contrarietà all'interesse sociale (inteso come scopo di massimizzazione del valore della partecipazione).

<sup>69</sup> L'assunto formulato nel testo è frequentemente rintracciabile sia negli orientamenti della dottrina e della giurisprudenza italiane (cfr., per riferimenti, *supra* a nt. 1), sia, ad es., nella giurisprudenza di legittimità tedesca: cfr. la fondamentale decisione ARAG/Garmenbeck, del *Bundesgerichtshof*, 21 aprile 1997, in *BGHZ*, 135, 244 ss., 253 la quale ha censurato come violazione del dovere di diligenza (*Sorgfaltspflicht*) gravante sui componenti del consiglio di gestione l'eccessiva inclinazione ad assumere rischi imprenditoriali («die Bereitschaft, unternehmerische Risiken einzugehen, in unverantwortlicher Weise überspannt worden ist»).

<sup>70</sup> E v., per l'osservazione secondo cui l'esigenza di evitare rischi irragionevoli o eccessivi, pur non essendo testualmente ricompresa tra gli elementi costitutivi della fattispecie di cui al § 93 Abs. 1 S. 2 *AktG* preclude comunque l'applicazione della *business judgment rule* perché non può dirsi agire «per il bene della società» («zum Wohl der Gesellschaft») il gestore che ne metta in pericolo l'esistenza con la propria decisione, M.LUTTER (nt. 35), 246.

<sup>71</sup> Ciò, se non altro in quanto non vi sarebbe alcun criterio *oggettivo* per rispondere all'interrogativo su «quanto rischio sia eccessivo» (e v., sottolineando questo aspetto, H.FLEISCHER (nt. 4), 16: «How much risk is too risk?») e la

Si potrebbe, tutt'al più, verificare l'eventualità di *ripetuti e manifesti* sforamenti del grado di tolleranza al rischio stabilito in via apicale dall'organo amministrativo a causa di oggettive disfunzioni nei modelli finanziari utilizzati per stimare la rischiosità dei singoli progetti di investimento o in ragione della acquisizione di informazioni lacunose o carenti per erronea costruzione e/o applicazione delle procedure interne.

Ma in tal caso la responsabilità dei gestori sorgerebbe non in conseguenza della scelta di assumere consapevolmente un rischio "eccessivo" bensì a cagione della inadeguatezza degli assetti organizzativi preposti a una completa disamina del rischio e della correlata inerzia dell'organo amministrativo nell'assumere misure e iniziative correttive (malgrado fosse destinatario, ad es., di plurime segnalazioni provenienti dalla funzione di *risk management*). Si tratterebbe, in altri termini, di una violazione non del generale dovere di diligenza bensì dello specifico obbligo di curare (nel caso degli organi delegati) e di valutare (nel caso degli amministratori deleganti) la appropriatezza dei sistemi interni <sup>(72)</sup>.

Resterebbe da chiedersi se il rischio sia criterio *tecnico* capace di fungere, altresì, da limite all'esercizio della delega di poteri amministrativi ai sensi dell'art. 2381 c.c.; se, in altri termini, il compimento di operazioni particolarmente (ossia: "eccessivamente") rischiose in punto di salvaguardia dell'avviamento aziendale non sia materia di competenza *necessariamente consiliare* <sup>(73)</sup>.

---

verifica giudiziale si risolverebbe in un inammissibile *second-guessing* sul merito della valutazione imprenditoriale compiuta dall'organo amministrativo. E v., per una critica al concetto stesso di "*excessive risk-taking*", R.T.MILLER (nt. 10), 109 ss.

La conclusione non cambierebbe, a ben vedere, neppure ove si volesse utilizzare, come termine di riferimento del limite in questione, il livello di rischio "complessivo" individuato in via generale dagli amministratori, ossia la «tolleranza» al rischio dell'attività esercitata dalla società (e si intendesse, dunque, qualificare "eccessivo" il rischio superiore a quel livello). In vero, delle due l'una: o il grado di rischio della singola operazione non è idoneo a incidere sulla rischiosità complessiva dell'attività e allora, evidentemente, il tema non avrà ragione di porsi; o è vero il contrario, e allora ci si troverà in presenza di una operazione foriera di rischi talmente incisivi e significativi da risultare potenzialmente idonei ad alterare l'equilibrio economico-finanziario dell'impresa (e quindi «rilevanti» secondo il canone indicato nel testo).

<sup>72</sup> E v., infatti, sulla natura "strumentale" delle regole concernenti gli assetti adeguati e per il rilievo secondo cui il danno causato da una scelta di gestione errata degli amministratori «dipenderà in modo prevalente, dalla presenza o no di assetti adeguati e del loro corretto funzionamento», M.IRRERA (nt. 12), 88. Cfr. anche A.TOFFOLETTO, *Amministrazione e controlli*, in *Diritto delle società [Manuale breve]*<sup>5</sup>, Milano, Giuffrè, 2012, 229; e G.FERRARINI (nt. 14), 25 sulla centralità dell'esistenza di adeguati sistemi informativi ai fini dell'esatto adempimento dei doveri di vigilanza gravanti sugli amministratori non esecutivi.

Non agevole, peraltro, è stabilire se una tale responsabilità per inosservanza del divieto di assumere rischi eccessivi (nel senso appena precisato) e/o, come suo antecedente logico, di predisporre assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati, ove sia causalmente determinante dell'evento costituito dal venir meno del presupposto della continuità aziendale, sia idonea a fondare una responsabilità *diretta* degli amministratori verso i singoli terzi danneggiati o richieda di passare attraverso la «sua "canalizzazione" tramite l'esercizio delle azioni di responsabilità sociale»: prospetta tale alternativa C.ANGELICI, *Conclusioni*, in *Corporate Governance e 'sistema dei controlli' nella s.p.a.*, a cura di U.Tombari, Torino, Giappichelli, 2013, 273. Senza poter approfondire in questa sede la questione, ci si può limitare a rammentare che la tesi della responsabilità diretta «verso terzi, i cui diritti o interessi siano coinvolti e incisi dalla gestione dell'impresa» trova autorevole conforto non solo nella nostra dottrina [v., per la citazione appena riportata e la dimostrazione dell'assunto con riferimento al danno subito dai terzi in conseguenza dello scorretto esercizio da parte degli amministratori di un'impresa priva del requisito della continuità aziendale, A.MAZZONI (nt. 13), 825 s. e 842 ss.] ma anche in altri ordinamenti: cfr., nella dottrina tedesca, T.BAUMS (nt. 21), 256 s. il quale radica la *Außenhaftung* del consiglio di gestione per danno provocato ai terzi dalla scelta di far propri rischi "eccessivi" sulla *Sittenwidrigkeit* di tale condotta ai sensi del § 826 BGB.

<sup>73</sup> T.BAUMS (nt. 21), 255 e 268 («Der Vorstand darf Entscheidungen, die für die Gesellschaft von maßgeblicher Bedeutung sein können, nicht delegieren»).

In senso contrario parrebbe deporre, a prima vista, quanto ricavabile dall'art. 2381, comma 5, c.c. secondo cui gli organi delegati sono tenuti a riferire al consiglio di amministrazione, con la periodicità fissata nello statuto e in ogni caso almeno ogni sei mesi, «sulle operazioni di maggior rilievo, per le loro dimensioni o caratteristiche, *effettuate* dalla società e dalle sue controllate»: così sembrando metter capo ad un dovere di informazione *successivo* al compimento dell'operazione<sup>(74)</sup>.

Tuttavia non può escludersi che, in ragione delle caratteristiche del singolo caso, la decisione dell'organo delegato di non subordinare alla valutazione e deliberazione preventiva del *collegio* una operazione suscettibile di incidere durevolmente sulla complessiva redditività e sull'equilibrio finanziario dell'impresa sia idonea a integrare una lesione dell'obbligo di diligenza e buona fede gravante su quell'organo<sup>(75)</sup>. Ciò soprattutto considerando che la soluzione consistente nel dovere di astensione dell'amministratore delegato dinanzi a una operazione ad alto tasso di rischiosità, la quale il più delle volte si imporrà già in forza dell'art. 2391, comma 1, c.c.<sup>(76)</sup>, neppure si mostra distonica rispetto alla catalogazione delle materie imperativamente non delegabili offerta dal quarto comma dello stesso art. 2381 c.c. il cui tratto comune risiede nell'esigenza di promuovere il coinvolgimento di tutti i componenti del consiglio di amministrazione nella ponderazione di decisioni dalla peculiare incidenza sulla struttura organizzativa, patrimoniale e finanziaria della società<sup>(77)</sup>.

6. *Doveri "organizzativi" degli amministratori e sistema di risk management.* Gli argomenti esposti in precedenza consentono di dedicare alcune rapide osservazioni anche al contenuto del principio di adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società.

In sintesi, si tratta dei seguenti aspetti.

La rilevanza ascritta al principio della salvaguardia della continuità aziendale nella ricostruzione dei doveri degli amministratori in materia di governo del rischio d'impresa induce, in primo luogo, a ritenere segmento costitutivo di quei doveri l'allestimento di un

---

<sup>74</sup> Cfr. G.M.ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2005, 205 ss.

<sup>75</sup> Tant'è che, per le società quotate, l'art. 1.C.1, lett. f), del *Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana* individua tra le funzioni del consiglio di amministrazione quella di «deliberare» in merito alle operazioni dell'emittente e delle sue controllate, quando tali operazioni abbiano un significativo rilievo strategico, economico, patrimoniale o finanziario per l'emittente stesso: ciò che implica una attività di «valutazione» della singola operazione che trascende il piano della sola informazione susseguente al compimento dell'operazione.

<sup>76</sup> Giova rilevare, infatti, che l'impossibilità per il singolo amministratore di accedere alla *business judgment rule* nascerà spesso una sua posizione qualificata di interesse personale rispetto all'oggetto della decisione: così ulteriormente attenuando, sul piano applicativo, la distinzione tra violazione del *duty of care* e violazione del *duty of loyalty*. Per questa osservazione, prima della riforma del 2003, F.BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 1992, 65 ss.; v. anche il cenno in D.SEMEGHINI (nt. 5), 231. Sul necessario requisito dell'assenza di un conflitto di interessi come presupposto applicativo della regola nel diritto nordamericano M.A.EISENBERG (nt. 37), 441; per l'ordinamento tedesco M.LUTTER (nt. 35), 246.

<sup>77</sup> Si v. lo spunto in F.VASSALLI (nt. 38), 37 («disamina delle condizioni patrimoniali della società») che comporta il contributo personale di ciascuno dei componenti del consiglio di amministrazione). Per l'osservazione secondo cui, anche al di là del catalogo di cui all'art. 2381, comma 4, c.c., sarebbero concepibili ulteriori funzioni amministrative per loro natura non delegabili, A.TOFFOLETTO (nt. 72), 229. Sul problema del carattere "aperto" o "chiuso" di tale catalogo e sulla identificazione del relativo fondamento si v. F.BARACHINI, *La gestione delegata nella società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2008, 102 ss. Ove poi l'operazione sia di rilevanza tale da alterare in modo stabile e significativo la sostanza economica dei diritti dei soci potrebbe addirittura configurarsi non solo una competenza non delegabile del consiglio di amministrazione ma altresì una competenza assembleare «non scritta»: su tale figura v. di recente, anche per ogni riferimento, G.B.PORTALE, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, I, 141 ss.

sistema organizzativo idoneo a consentire di rilevare in via preventiva sviluppi della gestione potenzialmente suscettibili di provocare una situazione di crisi dell'impresa. Sotto questo profilo si rivela essenziale, pertanto, la definizione da parte degli amministratori del livello di rischio complessivo il cui superamento può indurre quella situazione di crisi.

Più delicato è stabilire se il canone di adeguatezza degli assetti d'impresa presupponga *di regola* – e cioè in società di dimensioni e complessità organizzative non minime<sup>(78)</sup> – la presenza di un *sistema integrato di risk management* volto alla individuazione, valutazione e gestione su base continuativa dei principali rischi inerenti all'esercizio dell'impresa<sup>(79)</sup>.

La vigenza di un siffatto canone – è d'uopo precisare – non può ricavarsi in via induttiva dal dovere sopra menzionato di creare assetti che permettano di cogliere tendenze perniciose per la situazione patrimoniale e finanziaria della società. Un conto è, infatti, istituire un *sistema di anticipata rilevazione dei rischi "esistenziali" dell'impresa*, tali cioè da minacciarne l'equilibrio e la sopravvivenza; diverso è invece imporre la creazione di un *sistema integrato di gestione dei rischi* che non attingano a quel livello di significatività<sup>(80)</sup>.

<sup>78</sup> Il riferimento flessibile ai parametri della «natura» e delle «dimensioni» dell'impresa vale, infatti, a porre in condizione gli amministratori di giustificare la scelta di semplificare l'assetto organizzativo, ad es. non istituendo un sistema di controllo interno o una funzione di revisione aziendale: e v. P.MONTALENTI, *La responsabilità degli amministratori: i nuovi paradigmi*, in *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2011, 121; G.FERRARINI (nt. 14), 20 (per la qualificazione del sistema di controllo interno come «parte integrante» della struttura di società «caratterizzate da una certa complessità organizzativa»).

<sup>79</sup> Cfr. G.FERRARINI (nt. 14), 14 (secondo il quale «l'attività d'impresa non risulta ben organizzata in assenza di un adeguato sistema di *risk management*»); L.A.BIANCHI (nt. 20), 453 s.; C.PECORARO (nt. 56), 1465 il cui avviso è che «i programmi di gestione del rischio costituiscano un profilo caratterizzante dell'organizzazione interna, in mancanza dei quali diventerebbe arduo fornire la prova della sua adeguatezza». Per una puntuale qualificazione del «processo di gestione dei rischi» v. S.FORTUNATO, *Il controllo dei rischi: informativa del mercato e revisione contabile*, in *Riv. soc.*, 2009, 1100, testo e nt. 13; nonché l'art. 7 del *Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana*, ove il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi viene descritto come l'«insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte a consentire l'identificazione, la misurazione, la gestione e il monitoraggio dei principali rischi» (così il principio 7.P.1). Si v. altresì G.BIANCHI, voce «Risk management», in *Digesto, Discipline Priv., Sez. comm.*, Aggiornamento, Torino, Utet, 2007, 743 ss.

Non sembra d'altra parte possibile contestare, sul piano giuspolitico, l'efficienza di (un dovere degli amministratori di allestire) un sistema di *risk management* in ordinamenti caratterizzati da assetti proprietari concentrati muovendo dall'assunto che la presenza di un socio di controllo arginerebbe condotte dissipative dei gestori dell'impresa rivolte a obiettivi di breve periodo e renderebbe, dunque, largamente superflua una disciplina positiva della fase di gestione del rischio [così, invece, L.ENRIQUES-D.ZETZSCHE (nt. 10), 296 s.]. Questo argomento trascura di considerare, infatti, che la relazione di «agenzia» nel cui ambito va collocato il principio di adeguatezza degli assetti organizzativi non è tanto quella intercorrente tra soci e amministratori bensì quella tra finanziatori «esterni» e finanziatori *insiders*: un conflitto, in vero, di cui ha senso discorrere proprio in relazione a situazioni di controllo solitario o congiunto, nelle quali più elevato è il *pericolo* che gli amministratori, sotto la pressione dell'azionista dominante, adottino decisioni rischiose, quindi capaci di trasferire valore dai creditori dell'impresa ai soci. E v., per la dimostrazione di quest'ultimo assunto e sottolineando come la scelta di incrementare il livello complessivo di rischio dell'impresa costituisca uno dei modi tipici con i quali il controllo societario può essere esercitato per traslare ricchezza dai possessori di obbligazioni ai possessori di azioni, W.A.KLEIN-J.C.COFFEE JR.-F.PARTNOY (nt. 3), 271 ss.

<sup>80</sup> La differenza è ben presente alla dottrina tedesca la quale, occupandosi dell'ampiezza operativa ascrivibile al dovere di istituire il *Frühberkennungssystem* prescritto dal § 91 Abs. 2 *AktG* sottolinea, in modo pressoché unanime, come il dovere in questione non implichi affatto la creazione di una funzione di *risk management*, trattandosi «soltanto» di anticipare rischi il cui inveramento potrebbe determinare l'insolvenza della società («*bestandsgefährdende Entwicklungen*»), non anche di individuare, analizzare, valutare e monitorare rischi «normali» (cioè tipicamente implicati dall'esercizio dell'impresa): cfr. U.HÜFFER, *Aktiengesetz*<sup>9</sup>, München, Beck, 2010, § 91, *Anm.* 9; U.SEIBERT, *Die Entstehung des § 91 Abs. 2 AktG im KonTraG – „Risikomanagement“ oder „Frühwarnsystem“?*, in *Festschrift für G.Bezzenberger*, Berlin-New York, De Gruyter, 2000, 437 («Alles in allem handelt die Norm also gar nicht vom „Risikomanagement“ im allgemeinen, sondern nur von einem Frühwarnsystem»); T.BAUMS (nt. 21), 250 s.; M.DREHER (nt. 17), 162 ss.; e anche G.SPINDLER (nt. 14),

L'obbligo di istituire un tale sistema integrato non può inferirsi in sé neppure dal dettato dell'art. 2381 c.c. il cui complessivo enunciato induce semmai a ritenere dovuta la presenza di una adeguata *disciplina interna della circolazione dei flussi informativi* indirizzata a porre gli amministratori deleganti in condizione di "valutare" non solo l'andamento (passato) della gestione ma anche la «sua prevedibile evoluzione» e di cogliere così per tempo eventuali sviluppi idonei a mettere a repentaglio la continuità aziendale<sup>(81)</sup>.

Altri sono, allora, i dati normativi sui quali radicare il fondamento di un simile obbligo in società dimensionalmente evolute.

Per le società emittenti azioni negoziate in mercati regolamentati rilevano, in sequenza a intensità ascendente: (i) in primo luogo, gli artt. 149, comma 1, lett. c) e 150, comma 4, TUF da cui si ricava la necessità dell'esistenza di un *sistema di controllo interno*<sup>(82)</sup>; (ii) inoltre, l'art. 123-bis, comma 2, lett. b), TUF da cui è desumibile l'esigenza che quel sistema di controllo interno sia integrato con un *sistema di gestione dei rischi relativamente al processo di informativa finanziaria*; (iii) infine, l'art. 19, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 39/2010 che orienta nel senso della obbligatoria presenza negli «enti di interesse pubblico»<sup>(83)</sup> di un *sistema di gestione dei rischi* di portata "generale" e quindi anche eccedente l'area dell'informazione finanziaria<sup>(84)</sup>.

Analoga sequenza può ricostruirsi, sebbene con minore tasso di univocità precettiva, anche nelle società non quotate se si tengono a mente: (aa) in primo luogo, la disposizione dell'art. 2409-octiesdecies, comma 5, lett. b), c.c. da cui può ricavarsi la necessità della esistenza, dinanzi a determinate dimensioni dell'impresa, di un *sistema di controllo interno*<sup>(85)</sup>; (bb) inoltre, la

---

989 il quale, pur ammettendo l'esistenza di un obbligo del *Vorstand* di istituire un *umfassendes Risikomanagement*, ritiene di desumere la vigenza di quell'obbligo (non dal § 91 Abs. 2 *AktG* bensì) dalle modifiche introdotte in altre disposizioni del *AktG* a seguito dell'attuazione delle direttive comunitarie in materia di bilancio e di revisione contabile. Nella nostra dottrina coglie puntualmente la differenza tra i due aspetti S.FORTUNATO (nt. 79), 1103 s.

<sup>81</sup> E v. M.RABITTI (nt. 43), 85; nonché A.ZANARDO (nt. 68), 126 ss. Distingue tra obblighi di *reporting* in materia di rischi e dovere di istituire un «sistema organico e puntuale di *risk management*» anche L.A.BIANCHI (nt. 20), 442 s. Sulla stretta connessione esistente tra adeguatezza dell'assetto organizzativo e funzione di vigilanza del consiglio di amministrazione sull'andamento della gestione cfr. P.MONTALENTI (nt. 78), 131 ss.; F.BARACHINI (nt. 77), 144 ss.

<sup>82</sup> Come noto, la norma dell'art. 149, comma 1, lett. c), TUF è richiamata per il solo consiglio di sorveglianza e non anche per il comitato per il controllo sulla gestione (v. commi 4-bis e, rispettivamente, 4-ter TUF). Ciò non comporta, peraltro, che il sistema di controllo interno non sia elemento costitutivo di un assetto adeguato anche nelle società quotate che abbiano adottato il modello monistico: ad esse continua, infatti, ad applicarsi l'art. 2409-octiesdecies, comma 5, lett. b), c.c. (che non figura tra le disposizioni dichiarate dall'art. 154 TUF inapplicabili al comitato per il controllo sulla gestione, appunto, di società con azioni quotate). E v. P.MONTALENTI (nt. 12), 163, nt. 6; nonché, in prospettiva generale, G.GASPARRI, *I controlli interni nelle società quotate. Gli assetti della disciplina italiana e i problemi aperti*, Quaderni Giuridici della Consob, n. 4, Settembre 2013, spec. 21 ss.

<sup>83</sup> E quindi, tra l'altro, nelle società italiane emittenti valori mobiliari ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati italiani e dell'Unione europea: cfr. l'art. 16, comma 1, lett. a), del d.lgs. n. 39/2010.

<sup>84</sup> Ai sensi del predetto art. 19, comma 1, lett. b), del d.lgs. 39/2010, infatti, il comitato per il controllo interno e la revisione contabile ha il dovere di vigilare sulla «efficacia dei sistemi di controllo interno, di revisione interna, se applicabile, e di gestione del rischio», mentre il terzo comma della medesima disposizione delinea il correlativo obbligo del revisore legale di presentare al comitato per il controllo interno «una relazione sulle questioni fondamentali emerse in sede di revisione legale, e in particolare sulle carenze significative rilevate nel sistema di controllo interno in relazione al processo di informativa finanziaria».

<sup>85</sup> La mancanza negli artt. 2403 e 2409-terdecies c.c. di ogni riferimento al sistema di controlli interni come oggetto del dovere di vigilanza da parte dell'organo di controllo non implica che quel sistema sia *sempre* necessario nel modello monistico e che invece non lo sia *mai* in quello tradizionale o dualistico. Si deve piuttosto ritenere che l'obbligo di istituire un tale sistema, come quello di vigilare sulla sua adeguatezza, vadano commisurati alle caratteristiche organizzative e alle dimensioni dell'impresa, a prescindere dal modello di amministrazione e controllo adottato: v.

disposizione dell'art. 2428, comma 3, n. 6-*bis*), c.c. da cui può inferirsi il dovere per il consiglio di amministrazione di adottare un *sistema di gestione del rischio finanziario*; (cc) infine, e soprattutto, il già ricordato inciso contenuto nel primo comma dello stesso art. 2428 c.c. il quale, vincolando gli amministratori a descrivere nella relazione sulla gestione i «principali rischi e incertezze cui la società è esposta», assume come normale la adozione di *metodi e procedure che consentano di identificare preventivamente quei rischi e quelle incertezze* <sup>(86)</sup>.

7. *Rilievi finali*. In conclusione: la circostanza che il sistema di *risk management* costituisca, nella maggioranza delle ipotesi, un elemento costitutivo essenziale di un assetto organizzativamente adeguato non trae a sé anche la conseguenza che il giudice possa sindacarne la conformazione, né che agli amministratori si imponga la adozione di un *determinato* modello aziendale. Al fine di delineare l'estensione della verifica giudiziale sulla «adeguatezza» degli assetti dovrà invece distinguersi: ove manchi un sistema di gestione dei rischi, il controllo si appunterà sulla solidità logica e la analiticità delle motivazioni spese dall'organo amministrativo per attestare la congruità di una siffatta soluzione in rapporto alle «dimensioni» e alla «natura» dell'impresa; ove quel sistema, per contro, sia stato adottato e la relativa scelta sia supportata da una base informativa tecnicamente coerente, il riscontro giudiziale potrà appuntarsi tutt'al più sulle eventuali cause del suo malfunzionamento <sup>(87)</sup>, sulla conoscenza (o agevole conoscibilità) delle stesse da parte dei componenti dell'organo amministrativo e sulla conseguente loro negligenza nell'assumere i rimedi idonei a rimuovere le carenze riscontrate.

Si conferma al tempo stesso anche la sensazione, più volte manifestata nel corso del presente scritto, che il dovere degli amministratori di predisporre assetti organizzativi adeguati esprima una *regola di diritto dell'impresa*, funzionale al *governo del rischio dell'attività* e alla sua conservazione nel medio-lungo termine.

Di qui la possibilità di assegnare a tale regola una valenza applicativa indipendente dalla forma giuridica prescelta per l'esercizio dell'attività, destinata pertanto ad operare anche al di

---

P.MONTALENTI (nt. 12), 162 s.; G.FERRARINI (nt. 14), 16 s. Sulla sostanziale equivalenza precettiva tra l'art. 149, comma 1, TUF e l'art. 2403, comma 1, c.c. v. ampiamente M.IRRERA (nt. 12), 68 ss.

Diverso problema è stabilire se, nel modello monistico, la verifica di adeguatezza della struttura organizzativa, del sistema di controllo interno e dei sistemi amministrativo e contabile assorba ed esaurisca il dovere di vigilanza gravante sui componenti del comitato per il controllo sulla gestione o se, nonostante il mancato richiamo all'art. 2403, comma 1, c.c. debba predicarsi anche per essi il generale dovere di vigilanza sull'osservanza della legge e dello statuto nonché sul rispetto dei principi di corretta amministrazione dell'impresa: cfr. sul punto, imputando quel mancato richiamo a un difetto di coordinamento, P.MONTALENTI, *Sistemi di controllo interno e corporate governance: dalla tutela delle minoranze alla tutela della correttezza gestoria*, in *Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?*, a cura di A.Guaccero e M.Maugeri, Milano, Giuffrè, 2014, 62, nt. 17; per l'impostazione restrittiva v. invece, T.DI MARCELLO, *Sistema monistico e organizzazione delle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2013, 210 ss.

<sup>86</sup> Per analoga osservazione formulata in ordine alla «matrice» comunitaria dell'inciso dell'art. 2428 c.c. menzionato nel testo (introdotto dall'art. 1, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 32/2007 in sede di recepimento della direttiva 2003/51/CE, recante modifica delle direttive 78/660, 83/349 e 91/674/CEE), cfr. C.VAN DER ELST, *The Risk Management Duties of the Board of Directors*, Financial Law Institute, Maggio 2013, p. 7 del paper (consultabile all'indirizzo [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2267502](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2267502)), ove l'osservazione secondo cui «[T]he requirement to disclose the principal risks and uncertainties obliges companies to install at least a risk and uncertainty identification system». Sulla portata generale delle indicazioni rivenienti dall'art. 2428 c.c. si v. anche A.LOLLI (nt. 64), 106 ss.

<sup>87</sup> Ad es., la mancata formalizzazione in apposite procedure scritte delle regole relative al processo di gestione dei rischi o la mancanza di indipendenza della funzione di *risk management* che sia quotidianamente coinvolta nell'agire delle unità operative soggette al suo controllo. E v., su quest'ultima evenienza, M.DREHER (nt. 17), 167.

fuori dei confini del tipo azionario <sup>(88)</sup>: al pari di quanto è a dirsi, del resto, per la *business judgment rule*, cioè per il criterio che deve guidare (e limitare) il sindacato giudiziale sull'esatto adempimento di quel dovere <sup>(89)</sup>.

---

<sup>88</sup> Sulla estensione del precetto di adeguatezza di cui all'art. 2381 c.c. «ad ogni tipo d'impresa a prescindere dalle sembianze esterne dall'impresa stessa assunte» cfr. V.BUONOCORE (nt. 9), 18; in favore della applicazione analogica di quel precetto si pronuncia anche G.C.M.RIVOLTA, *Ragioni dell'impresa e principio di conservazione nel nuovo diritto societario*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, II, 572.

<sup>89</sup> E v. infatti C.JUNGMANN, *Die Business Judgment Rule – ein Institut des allgemeinen Verbandsrechts? – Zur Geltung von § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG außerhalb des Aktienrechts* -, in *Festschrift für K.Schmidt*, Köln, O.Schmidt, 2009, 831 ss.

ILARIA CAPELLI

**L'equity based crowdfunding e i diritti del socio**

SOMMARIO: 1. *Il contesto.* – 2. *Il punto di osservazione.* – 3. *I diversi livelli del sistema (e le possibili interazioni tra tipi e modelli).* – 4. *La start-up innovativa che ricorre all'equity based crowdfunding.* – 5. *La tutela del sottoscrittore e i diritti di informazione.* – 6. *Le modifiche (espresse) al diritto comune societario.* – 7. *Le ricadute implicite sulla disciplina codicistica.* – 8. *Brevi osservazioni conclusive.*

**1. Il contesto.**

La regolazione dell'*equity based crowdfunding* è stata accompagnata da una grande enfasi e da vaste aspettative, nel nostro Paese così come negli Stati Uniti, dove il *crowdfunding*, già ben conosciuto come strumento per reperire risorse economiche in occasione di campagne elettorali o di iniziative connotate da scopi ideali, ha fatto il suo ingresso nella vita delle imprese con il «Jumpstart Our Business Startups Act» (meglio conosciuto come “*Jobs Act*”). Il fervore che ha accompagnato la regolazione nell'ordinamento statunitense dell'*equity based crowdfunding* e le pragmatiche preoccupazioni di consegnare agli operatori economici uno strumento utile per espandere le proprie iniziative sono ben evidenti nel discorso di presentazione del Presidente Obama, in occasione della firma del *Jobs Act*, il 5 aprile 2012; gli scopi dell'iniziativa federale, ovvero rendere più facile la progressione delle imprese verso una maggiore apertura, sono così descritti: «Here's what's going to happen because of this bill. For business owners who want to take their companies to the next level, this bill will make it easier for you to go public. And that's a big deal because going public is a major step towards expanding and hiring more workers. It's a big deal for investors as well, because public companies operate with greater oversight and greater transparency».

Inoltre, in particolare per le start-up, si sottolinea la portata rivoluzionaria (*game changer*) della nuova regolazione, perché essa interviene in uno scenario tradizionale in cui le piccole imprese possono contare solo su un piccolo gruppo di investitori, segnatamente le banche e i soggetti benestanti; ora, invece, si consente per la prima volta alle start-up e alle piccole imprese di avere accesso «to a big, new pool of potential investors - namely, the American people. For the first time, ordinary Americans will be able to go online and invest in entrepreneurs that they believe in»<sup>1</sup>.

Di qua dell'Atlantico, anche il legislatore europeo sta dando segnali di forte interesse verso il fenomeno, segnali prodromici ad un intervento sul tema, giusta il disposto dell'art. 8, secondo paragrafo del Regolamento n. 1287/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio dello scorso 11 dicembre 2013<sup>2</sup>. In questo Regolamento, che istituisce un programma per la competitività delle piccole e medie imprese<sup>3</sup>, si dà espressamente mandato alla Commissione di esaminare la possibilità di sviluppare

<sup>1</sup> Il discorso, che esplica le finalità dei provvedimenti contenuti nel “*Jobs Act*”, è reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/2012/04/05/remarks-president-jobs-act-bill-signing>.

<sup>2</sup> In G.U. dell'Unione Europea del 20 dicembre 2013.

<sup>3</sup> Art. 1, reg. n. 1287/2013 - *Istituzione*. “Un programma di azioni dell'Unione volto a migliorare la competitività delle imprese, con riferimento in particolare alle piccole e medie imprese (PMI) (di seguito “programma COSME”) è istituito per il periodo dal 1° gennaio 2014 al 31 dicembre 2020 (COSME) (2014 - 2020)”. Per esigenze di chiarezza è, inoltre, abrogata la decisione n. 1639/2006/CE.

meccanismi finanziari innovativi, quali il “finanziamento collettivo (*crowdfunding*), in base alla domanda del mercato”<sup>4</sup>.

In attesa del preannunciato intervento europeo, il nostro Paese è il primo nel Continente a disporre di un regolamento dedicato al fenomeno dell'*equity crowdfunding*, ovvero alla raccolta del capitale di rischio tramite internet verso un elevato numero di piccoli risparmiatori (*crowd*), cui chiedere investimenti di modesta entità. Gli artt. 50 *quinquies* e 100 *ter* t.u.f., introdotti dal Decreto Crescita *bis* (d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni dalla l. 17 dicembre 2012, n. 221), disciplinano, rispettivamente, la “Gestione di portali per la raccolta di capitali per le Start-up innovative” e le “Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali” e delegano la Consob ad adottare le relative disposizioni di attuazione. La Commissione, dopo una consultazione pubblica dedicata al tema, ha approvato il Regolamento n. 18592 del 2013<sup>5</sup>, documento che contiene, oltre alle disposizioni generali e alle norme definitorie, la disciplina del registro e dei gestori dei portali e la normativa relativa alle offerte tramite portali.

Il richiamato Regolamento Consob contiene, inoltre, talune disposizioni, e segnatamente le norme contenute nell'artt. 24, che pongono quale condizione per l'accesso a tale modalità di reperimento di risorse, coinvolgente «a big, new pool of potential investors», la presenza di determinate clausole nell'atto costitutivo delle società emittenti, clausole destinate alla tutela individuale dei sottoscrittori delle *crowdfunded equities*.

## 2. Il punto di osservazione.

Quello del *crowdfunding* è un tema molto vasto, ricco di storie e di esperienze pratiche in ordinamenti diversi dal nostro; in termini culturali, la possibilità che un certo modello societario - segnatamente le start-up innovative, che per la maggior parte sono costituite adottando il tipo s.r.l. e, in ogni caso, secondo la definizione codicistica, appartengono al novero delle società chiuse - reperisca parte del proprio capitale di rischio attraverso portali dà conto della portata “rivoluzionaria” dello strumento, tanto che ci si chiede in quale misura, concretamente, l'accesso delle piccole imprese (o di parte di esse) alle operazioni di *crowdfunding* «is going to redefine business as we know it»<sup>6</sup>.

Il cambiamento che si profila all'orizzonte è reso possibile tramite l'accesso ad internet e, in particolare, grazie ad una modalità di utilizzo del mezzo di comunicazione diversa rispetto a quanto già testato da parte dell'Autorità o dalle imprese per finalità di informazione diffusa<sup>7</sup>; in questo caso si assiste, infatti, all'iniziativa degli utenti di internet che, senza alcuna qualificazione, si fanno parte attiva. L'entrata in scena di nuovi soggetti che decidono di farsi investitori in «entrepreneurs that they believe in» comporta rilevanti contraccolpi per le imprese, per le quali, grazie alla diffusione dell'investimento in capitale di rischio, diviene più semplice «to go public».

La vastità del tema impone la scelta di uno specifico punto di osservazione, scelta che cade – nel corso di queste pagine – sull'angolo visuale del sottoscrittore degli strumenti finanziari collocati per mezzo dell'*equity based crowdfunding*. La complessa normazione primaria e secondaria in materia di

<sup>4</sup> Art. 8, secondo paragrafo, reg. n. 1287 del 2013.

<sup>5</sup> Gli esiti della consultazione di cui sopra sono pubblicati, unitamente al regolamento e alla Relazione sull'attività di Analisi di Impatto (AIR) reperibile in internet all'indirizzo: [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>6</sup> Sugli effetti rivoluzionari delle nuove norme, almeno con riferimento all'ordinamento statunitense, si veda: S. GERBER, *The Jobs Act Signing: A giant step for Entrepreneurship in America*, in *Time*, 6 aprile 2012, ove si legge «If hundreds of Members of Congress and thousands of young American entrepreneurs, myself included, are correct – and I believe we are – this historic moment is going to redefine business as we know it».

<sup>7</sup> Un esempio recente è la disciplina contenuta nel d.lgs. 22 giugno 2012, n. 123, grazie alla quale il progetto di fusione (e scissione) è pubblicabile sul sito internet delle società coinvolte nell'operazione, in alternativa al deposito presso il Registro delle imprese.

*crowdfunding*, infatti, non si limita a sancire obblighi di informazione, vieppiù necessari data la pressoché totale mancanza di specifiche qualifiche da parte degli investitori cui l'offerta si rivolge, ma aggiunge la necessaria presenza di strumenti di tutela individuali, quali i diritti di *exit*, i cui effetti si riverberano sull'organizzazione dell'emittente.

Di qui è possibile ricostruire le prerogative dei titolari delle partecipazioni *crowdfunded* emesse dalle start-up innovative. L'analisi avrà, naturalmente, come primario riferimento le numerose deroghe espresse al regime comune, di cui godono, in generale, le società start-up innovative (specialmente se assumono la forma di s.r.l.) e, nello specifico, le società start-up innovative che ricorrono al *crowdfunding*; successivamente saranno prese in considerazione le deviazioni rispetto al richiamato regime comune, deviazioni che, pur rimanendo implicite nel sistema, vanno a caratterizzare il rapporto societario sottostante al titolo emesso. Tali deviazioni, si ripete, risultano più evidenti nel caso in cui la società start-up si sia costituita nella forma di s.r.l., nella cui compagine sociale si realizzi la compresenza di soci le cui prerogative si pongono in netta antitesi: soci imprenditori della s.r.l. e soci che divengono tali per aver investito *on line* in capitale di rischio.

### 3. I diversi livelli del sistema (e le possibili interazioni tra tipi e modelli).

Per poter proseguire nell'analisi che ci si è proposti è utile ripercorrere brevemente i diversi livelli del sistema di cui la società che ricorre al *crowdfunding* fa parte. Le start-up innovative appartengono al novero mutevole delle varianti al sistema delle società di capitali, platea già popolata dalle s.r.l.s.<sup>8</sup> e che costituisce il risultato della volontà politica di rispondere alla crisi economico-finanziaria, a livello di normazione primaria e secondaria, individuando e percorrendo strade finora inesplorate per la promozione delle iniziative economiche<sup>9</sup>.

Il tentativo di ricostruire il rapporto tra i modelli frutto delle recenti iniziative del legislatore e i tipi codicistici ricorda, ad un primo approccio, lo stupore davanti alle costruzioni impossibili di M.C. Escher. Il legislatore non si cura di aver probabilmente travolto il sistema e lascia interamente agli interpreti il non semplice compito di ricostruire le relazioni tra i diversi istituti, nell'ambito di un sistema

---

<sup>8</sup> Per quanto riguarda la società semplificata, disciplinata dall'art. 2463 *bis*, si segnala l'avvenuta eliminazione del requisito anagrafico dei 35 anni d'età, con la conseguenza che può divenire socio di una s.r.l.s. qualsiasi persona fisica di età inferiore o superiore ai 35 anni per effetto delle modifiche apportate all'art. 2463 *bis* dall'art. 9, tredicesimo comma, lett. a) del d.l. 28 giugno 2013 n. 76, conv. in legge dall'art. 1, primo comma, l. 9 agosto 2013, n. 99.

<sup>9</sup> M. CIAN, *S.r.l., s.r.l. semplificata, s.r.l. a capitale ridotto. Una nuova geometria del sistema o un sistema disarticolato?*, in *Riv. soc.*, 2012, 1101: s.r.l.s. e start-up sono definite dalla dottrina quali "figure effimere" in quanto "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"; e, inoltre, la s.r.l.s. "avendo ormai assolto la sua contingente missione politica di tipo "pubblicitario", cioè quella di segnalare, in un determinato momento, la particolare attenzione del legislatore verso le iniziative imprenditoriali dei "giovani" avrebbe "iniziato la sua parabola discendente" (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 *Società*, 10, 2013, 1095); in termini analoghi, A. BARTOLACELLI, "Novissime" modifiche alla disciplina della s.r.l.s.: saggio minimo di diritto transitorio, in *NDS*, 16, 2013, 7 ss., il quale osserva che "vi è una transitorietà giuridica per così dire "fisiologica" ed una che non solo rasenta, ma sconfinava abbondantemente nel patologico, in una sorta di schizofrenia normativa"; sulle società start-up in generale, si rinvia alle osservazioni di P. BENAZZO, *La s.r.l. start-up innovativa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, I, 101 e di O. CAGNASSO, *Note in tema di start-up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (dalla "nuova" alla "nuovissima" s.r.l.)*, in *NDS*, 5, 2014, 7.

che conosce ora, accanto ai tipi tradizionali, nuovi assetti organizzativi<sup>10</sup>, i quali fanno sì riferimento ai tipi tradizionali, ma al contempo presentano una precisa fisionomia.

Non mancano, poi, possibili interazioni tra i modelli “minori”. Per esempio, la qualifica di start-up innovativa s.r.l. è, di per sé, compatibile con la costituzione di una s.r.l.s.<sup>11</sup>; sotto il profilo concreto, però, non potendo essere adottate clausole difformi rispetto al modello standard predisposto dal d.m. n. 138 del 2012<sup>12</sup>, si erge un insuperabile ostacolo all’accesso all’*equity based crowdfunding* derivante dalla necessità di riconoscere al sottoscrittore un diritto di co-vendita o di recesso per il caso di trasferimento del controllo (art. 24 del richiamato regolamento Consob).

Nonostante le possibili interazioni, gli scopi dei due richiamati modelli “minori” sono del tutto differenti. Nel sistema delle società di capitali, la variante s.r.l.s. e la s.r.l. “ordinaria” con capitale sociale sotto i 10 mila euro<sup>13</sup> rappresentano uno strumento per consentire di limitare, anche in modo radicale, il ricorso alla destinazione di risorse proprie<sup>14</sup>. Diversamente, nel sistema delle società start-up il ricorso all’*equity based crowdfunding* porta alla realizzazione di una struttura finanziaria fondata, accanto al possibile ricorso al credito, sull’investimento *on line* in capitale di rischio: un meccanismo che è in grado scongiurare possibili problemi di sottocapitalizzazione e consente di diversificare le fonti di finanziamento.

Un altro aspetto che consente di distinguere tra loro i modelli “minori” attiene alla natura transitoria o meno del sottosistema di riferimento: la start-up innovativa è, per natura, destinata a confluire nel tipo tradizionale; diversamente, la nuova connotazione della s.r.l.s. non consente più di ricostruire il modello quale sottotipo societario “di entrata” nel sistema economico<sup>15</sup>, essendo venuto

---

<sup>10</sup> Assetti che un Autore (A. MONTANARI, *Le società “sub-prime” e il capitale (sociale, nominale, minimo)*, in *Riv. dir. priv.*, 2012, 553) ha incisivamente definito “società sub-prime”, così sottolineando gli aspetti legati al rischio dell’iniziativa per i creditori.

<sup>11</sup> P. SPADA, M. MALTONI, *L’impresa start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Iuris responsa*, dell’Associazione *Cavere respondere* e in *Riv. Not.*, 3, 2013, 579.

<sup>12</sup> Il tema della possibilità di inserire clausole aggiuntive all’interno del modello *standard*, contenente le clausole minime essenziali, ha visto l’intervento del Ministero per lo Sviluppo Economico che, con nota prot. n. 33 del 2 gennaio 2013, si è allineato alla nota prot. n. 43644 del Ministero della Giustizia, del 10 dicembre 2012, ove si conferma che “l’atto costitutivo e lo statuto delle società in questione ben possono essere integrati dalla volontà negoziale delle parti” (in argomento, si rinvia a L. DE ANGELIS, *S.r.l.s., statuto standard optional*, in *Italia Oggi* del 14 gennaio 2013, 11); successivamente, la l. 9 agosto 2013, n. 99, di conversione del d.l. 28 giugno 2013, n. 76, ha spostato la questione nei termini dell’inderogabilità del modello standard, giusta l’avvenuto inserimento nell’art. 2463 *bis* della precisazione secondo cui “le clausole del modello standard tipizzato sono inderogabili”; in argomento, rinvio alle osservazioni di A. BUSANI, *La nuova società a responsabilità semplificata e la nuova s.r.l. con capitale inferiore a 10mila euro*, in *Società*, 10, 2013, 1068 e, per un’analisi delle incoerenze dell’atto costitutivo standard rispetto al nuovo quadro normativo, che ad esempio considera irrilevante ora l’età anagrafica e consente la nomina di amministratori non soci, si veda A. BARTOLACELLI, (nt. 9), 7 ss.

<sup>13</sup> La s.r.l. “semplificata”, diversamente dalla s.r.l. “ordinaria” con capitale inferiore a 10 mila euro, può essere a rigore considerata un vero sottotipo di quella ordinaria, in quanto fortemente caratterizzata sia per la necessaria natura di persone fisiche dei soci, sia per la pressoché totale mancanza di autonomia statutaria, in quanto retta sul “modello standard: così A. BUSANI, (nt. 12), 1084.

<sup>14</sup> I fondatori possono, così, dar vita ad imprese che ricorrono quasi esclusivamente a risorse esterne, risorse che possono altresì provenire dagli stessi soci, ma in forma di finanziamenti alla società personalmente erogati o garantiti: M. CIAN, (nt. 9), 1122.

<sup>15</sup> Accessibile solo in fase di costituzione: M. CIAN, (nt. 9), 1107; M. RESCIGNO, *La società a responsabilità limitata a capitale ridotto e semplificata*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2013, 69; A. BUSANI, (nt. 12), 1081 e Circolare Assonime n. 29 del 2012, in *Riv. soc.*, 2012, 1289.

meno quel requisito dell'età che avrebbe, ad un certo punto, incoraggiato il naturale convergere verso la s.r.l. ordinaria. Anzi, la stessa s.r.l. ordinaria può evolvere regressivamente verso la s.r.l.s., naturalmente adottando il modello standard, oppure può declinarsi come s.r.l. sempre "ordinaria" (ma senza alcun impatto sulla denominazione sociale) con capitale inferiore ai 10 mila euro, per effetto di una volontaria riduzione del capitale, oppure nell'ipotesi di perdite che riducano il capitale sotto i diecimila euro, ma pur sempre al di sopra di un euro<sup>16</sup>.

La start-up innovativa, dunque, si configura come un modello organizzativo per natura transitorio ed eccezionale, accessibile da parte delle società di capitali, anche unipersonali<sup>17</sup>, delle cooperative, nonché delle imprese transnazionali che rivestano la "forma" di *Societas Europaea*, purché residenti in Italia (art. 25)<sup>18</sup>. L'acquisizione di tale qualifica richiede che la società non distribuisca o non abbia distribuito utili - nel caso in cui sia una società operante da non più di quarantotto mesi (art. 25, secondo comma, lett. b)<sup>19</sup> - e comporta l'accesso ad un regime agevolato<sup>20</sup>, consistente nella disapplicazione di talune regole del diritto comune societario (artt. 26 e 30 d.l. n. 179/2012)<sup>21</sup>. In particolare, l'art. 26, primo comma, regola diversamente il conflitto di interessi tra i soci e i terzi nel caso di perdite in quanto - e le medesime considerazioni valgono per la disposizione contenuta nell'art. 31, primo comma, che sottrae le start-up innovative alla soggezione alle procedure concorsuali - sono privilegiati gli interessi dei soci rispetto a quelli dei terzi e in specie dei creditori, consentendo alla società di proseguire nonostante le perdite<sup>22</sup>.

Numerose sono, poi, le deroghe al diritto comune societario in tema di s.r.l.: la disapplicazione dell'art. 2474, che vieta le operazioni sulle proprie partecipazioni, disposta dall'art. 26, sesto comma, consente di dare attuazione a piani di incentivazione, che prevedono l'assegnazione di quote ai

---

<sup>16</sup> Così evitando la trasformazione in società di persone: A. BUSANI, (nt. 12), 1081 - 1082. Per un'interpretazione delle regole contenute nell'art. 2482 *ter* che consenta l'accesso alla disciplina della s.r.l. semplificata a seguito della riduzione del capitale per perdite, anche in vista dell'esigenza di parità di trattamento con le s.p.a., si veda G. MARASÀ, (nt. 9), 1093. Il medesimo Autore apre ad un (più probabile, perché evita il cambio della denominazione sociale) passaggio da s.r.l. "ordinaria" a s.r.l. parimenti "ordinaria" (ma) con capitale inferiore a diecimila euro, con la contestuale sottoposizione al regime di formazione accelerata della riserva legale.

<sup>17</sup> Così P. SPADA, M. MALTONI, (nt. 11), 579.

<sup>18</sup> Restano escluse le società di persone e le società con azioni quotate nei mercati regolamentati o su un sistema multilaterale di negoziazione.

<sup>19</sup> Secondo la dottrina, benché sia legittima la clausola statutaria che vieta la distribuzione dell'utile di bilancio, imponendo così pattiziamente una politica di autofinanziamento dell'impresa e fatto salvo il perseguimento del lucro oggettivo dell'ente, si può ritenere che, per l'iscrizione nella sezione speciale del Registro delle imprese per l'accesso ai benefici riservati alle imprese start-up innovative, non sia necessaria un'apposita clausola di esclusione del lucro soggettivo, in quanto risulta sufficiente che la mancata distribuzione degli utili sia un requisito di fatto, attestato dagli amministratori a mente dell'art. 25, quindicesimo comma; sul punto, rinvio a P. SPADA, M. MALTONI, (nt. 11), 579.

<sup>20</sup> G. MARASÀ, (nt. 9), 1094.

<sup>21</sup> Il regime *agevolato* coinvolge anche il diritto del lavoro (artt. 27 e 28) e il diritto tributario (artt. 27 e 29).

<sup>22</sup> La regola contenuta nel primo comma dell'art. 26 privilegia le ragioni dei soci nell'ambito di un'iniziativa che può portare con alta probabilità a perdite, a causa della fase di avvio dell'impresa e della natura dell'attività esercitata. Pertanto, nelle start-up innovative il termine entro il quale la perdita deve risultare diminuita a meno di un terzo, come previsto dagli articoli 2446, secondo comma, e 2482 *bis*, quarto comma, è posticipato al secondo esercizio successivo; inoltre, nelle start-up innovative che si trovino nelle ipotesi previste dagli artt. 2447 e 2482 *ter* l'assemblea convocata senza indugio dagli amministratori può deliberare, in alternativa all'immediata riduzione del capitale e al contemporaneo aumento del medesimo a una cifra non inferiore al minimo legale, di rinviare tali decisioni alla chiusura dell'esercizio successivo.

dipendenti, ai collaboratori, agli amministratori e ai prestatori d'opera e servizi. Come osserva la dottrina, la semplice disapplicazione dell'art. 2474 rappresenta un'apertura più forte rispetto alla disciplina dettata per le s.p.a. nella stessa materia, in quanto per la società azionaria sono liberalizzati (e quindi sono esentati dagli oneri procedurali di cui all'art. 2358, secondo e terzo comma) soltanto i prestiti e le garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie se concessi "per favorire l'acquisto da parte dei dipendenti della società" (art. 2358, primo e ottavo comma)<sup>23</sup>.

Dal punto di osservazione del sottoscrittore di partecipazioni tramite un'operazione di *crowdfunding* rivestono un particolare interesse le numerose deroghe al diritto comune societario in materia di s.r.l., deroghe volte a consentire significative aperture della start-up innovativa anche a soci per vocazione non interessati alla diretta gestione della società: è così possibile, giusta la norma contenuta nell'art. 26, secondo e terzo comma, discriminare i diritti dei soci sulla base dell'introduzione di categorie di quote, in deroga all'art. 2468, secondo e terzo comma, ed è altresì possibile privare le quote del diritto di voto, in deroga all'art. 2479, quinto comma<sup>24</sup>.

#### 4. La start-up innovativa che ricorre all'equity based crowdfunding.

L'*equity based crowdfunding* com'è noto, è consentito alle sole start-up innovative che svolgono un'attività di sviluppo, produzione e commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico<sup>25</sup>, se e in quanto abbiano acquisito la relativa qualifica in virtù dell'adempimento di taluni obblighi, comprensivi dell'autocertificazione che attesti la sussistenza dei requisiti di start-up (art. 25, secondo comma). L'iscrizione nella sezione speciale del Registro delle imprese rappresenta l'adempimento costitutivo per l'applicazione della disciplina speciale. Il ricorso al *crowdfunding*, ovvero

---

<sup>23</sup> P. SPADA, M. MALTONI, (nt. 11), 579; gli stessi Autori osservano che la mera disapplicazione dell'art. 2474 impone all'interprete l'integrazione analogica con la disciplina dettata in materia di s.p.a. in ordine agli aspetti tralasciati dal legislatore, quali le dimensioni massime dell'operazione, che non può eccedere gli utili distribuibili e le riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato (art. 2358, sesto comma) e la necessità della costituzione di una riserva indisponibile di pari importo.

<sup>24</sup> Inoltre le quote possono essere oggetto di offerta al pubblico di strumenti finanziari in deroga all'art. 2468, primo comma, (art. 26, quinto comma) e, infine, è data la possibilità di emettere strumenti finanziari (art. 26, settimo comma); in argomento, rinvio a G. MARASÀ, (nt. 9), 1086.

<sup>25</sup> In argomento, si vedano P. ALVISI, *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 3, 2014; A. BOLLETTINARI, *Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recente legislazione*, in *NDS*, 2013, fasc. 2, 9; A. CRUCIL, *La disciplina dell'equity crowdfunding in Italia: emanato il Regolamento Consob sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative*, in *Riv. soc.*, 2013, 1058; R. CULICCHI, *Prime considerazioni sul nuovo regolamento CONSOB in tema di equity crowdfunding*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 7, 2013; G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, «crowdfunding» e mercati privati*, in *A.G.E.*, 2013, 215; E. FREGONARA, *La start-up innovativa*, Milano, Giuffrè, 2013, *passim*; V. MANZI, *Il fenomeno del crowdfunding e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali*, in *AA.VV.*, *I contratti dei risparmiatori*, a cura di F. Capriglione, Milano, Giuffrè, 2013, 393; G. NUNZIANTE, *Il crowdfunding*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 8, 2013; U. PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia*, Torino, Giappichelli, 2013, *passim*; A. TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contr. impr.*, 2014, 519; M. L. VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, 1 ss.; sull'applicazione dell'*equity based crowdfunding* nei casi non espressamente disciplinati nel decreto crescita, rinvio a M. PINTO, *L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal "Decreto Crescita"*, in *Società*, 7, 2013, 818. Si osserva, a tale proposito, che l'art. 23, primo comma, lett. b) del regolamento Consob sanziona lo svolgimento di attività di facilitazione della raccolta del capitale di rischio in assenza delle condizioni indicate nell'art. 24, ovvero per conto di società diverse dalle start-up innovative, comprese le start-up a vocazione sociale, come definite dall'art. 25, secondo e quarto comma del decreto, con la radiazione dal registro dei gestori.

all'investimento in capitale di rischio da parte di soggetti non qualificati per mezzo della rete, rappresenta un ulteriore passo di apertura rispetto alla condizione, già di per sé singolare, se paragonata al diritto societario comune, delle start-up innovative in generale.

Per le start-up, infatti, la possibilità di creare diverse categorie di quote, anche in deroga all'art. 2468, secondo e terzo comma, appiattisce sotto questo profilo il tipo s.r.l. sul modello della s.p.a.<sup>26</sup> e si pone in contrasto con il principio, esplicitato nella Relazione di accompagnamento alla Riforma del diritto societario, secondo cui «è coerente con le caratteristiche personali del tipo societario della s.r.l. (...) non prevedere la possibilità di categorie di quote, che implicherebbe una loro oggettivizzazione e, quindi, una perdita del collegamento con la persona del socio».

Va, però, ricordato che l'appena descritto fenomeno di avvicinamento tra i tipi s.p.a. e s.r.l. è solo parziale, in quanto nella start-up innovativa in generale, e quindi anche nel sottoinsieme rappresentato dalle società che ricorrono *all'equity based crowdfunding*, la possibile categorizzazione delle quote non implica, necessariamente, la standardizzazione di tutte le partecipazioni sociali alla stregua di ciò che accade per la s.p.a.: la categorizzazione delle quote può riguardare solo quella parte del capitale destinata ai “soci investitori”, ovvero a coloro che investono in capitale di rischio e ottengono partecipazioni che attribuiscono diritti indipendenti dall'identità del socio cui spettano, con la compresenza, dunque, di “soci imprenditori”, anche dotati di “particolari diritti” ex art. 2468, terzo comma<sup>27</sup>.

In particolare, nel caso della società che ricorre al *crowdfunding* per il collocamento delle proprie partecipazioni, le opzioni appena descritte consentono di consolidare la posizione dei fondatori, quali soci imprenditori, eventualmente dotati di diritti particolari inerenti alla persona del socio e, contestualmente, di creare una o più categorie di partecipazioni dotate della fisionomia più adatta, in termini di diritti e prerogative, per la sottoscrizione tramite portale<sup>28</sup>. Le due serie di “diritti speciali” così istituiti, quelli inerenti alla persona del socio e i diritti riferibili alla titolarità di una speciale categoria di quote, presentano una connotazione differente, così che non risulta legittima l'offerta al pubblico di

<sup>26</sup> *L'impresa start-up innovativa*, circolare Assonime n. 11 del 2013, reperibile in *Riv. soc.*, 4, 2013. Lo stesso legislatore, nell'ambito della Relazione di accompagnamento al disegno di legge di conversione del d.l. n. 179/2012, ha affermato che si sono voluti estendere alle s.r.l. start-up innovative istituti propri della s.p.a.

<sup>27</sup> Così P. SPADA, M. MALTONI, (nt. 11), 579. La medesima dottrina, allorché una decisione dei soci possa pregiudicare i diritti di una categoria di quote unitarie, propone l'applicazione analogica dell'art. 2376, in materia di assemblee speciali nelle s.p.a. La norma contenuta nell'art. 2468, quarto comma, che richiede il consenso unanime, invece, si applica ai diritti del socio e non al contenuto “diversificato” della categoria di quote unitarie: si prospetta, così, la possibilità di un doppio regime coesistente, riflesso della coesistenza di soci imprenditori e soci meri investitori.

<sup>28</sup> La dicotomia tra la figura e il ruolo dei fondatori e quella degli investitori in capitale di rischio, che come si mostrava può essere accentuata per il tramite dell'autonomia statutaria e che impone di analizzare il fenomeno dal punto di vista del sottoscrittore di partecipazioni *crowdfunded*, è ravvisabile anche in situazioni diverse dal collocamento tramite portale. Lo stesso art. 26, quinto comma, del Decreto Crescita *bis*, infatti, consente che le quote di partecipazione in start-up innovative costituite in forma di s.r.l. siano oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari *anche* attraverso portali *on line*; il *crowdfunding*, dunque, è solo una delle forme di intermediazione nel collocamento di partecipazioni, in particolare è una forma per la quale la legge prevede specifici oneri informativi e obblighi di comportamento semplificati nell'ambito di un regime di eccezione (*safe harbor*); si veda l'art. 100 *ter* t.u.f., introdotto dall'art. 30, terzo comma, d.l. n. 179/2012; la norma è riferita alle sole “offerte al pubblico condotte esclusivamente attraverso uno o più portali” e contempla solo le offerte “di sottoscrizione” di strumenti finanziari emessi dalle start-up innovative, per un corrispettivo inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell'art. 100, primo comma, lett. c (da ultimo con deliberazione n. 70 del 2010).

partecipazioni dotate di particolari diritti ai sensi dell'art. 2468, terzo comma<sup>29</sup>, ma solo l'offerta al pubblico di speciali categorie di quote<sup>30</sup>.

Ponendosi nello specifico punto di osservazione del sottoscrittore di partecipazioni *crowdfunded*, si analizzano ora le forme di tutela destinate dal legislatore a controbilanciare l'avvenuta facilitazione della raccolta del capitale di rischio da parte delle start-up innovative.

##### 5. La tutela del sottoscrittore e i diritti di informazione.

Il *Jobs Act* apporta una serie di modifiche al *Securities Act* del 1933 e al *Securities Exchange Act* del 1934, con l'espressa finalità di facilitare l'accesso al mercato dei capitali alle società di piccole dimensioni. A tutela del sottoscrittore sono posti limiti all'investimento<sup>31</sup>, ma soprattutto si impone un onere di specifica informazione relativa ai soci di controllo («the name and ownership level of each existing shareholder who owns more than 20 percent of any class of the securities of the issuer»)<sup>32</sup> e ai rischi della condizione di minoranza<sup>33</sup> («(the) description of how the exercise of the rights held by the principal shareholders of the issuer could negatively impact the purchasers of the securities being offered»)<sup>34</sup>. Siffatte regole esigono che gli intermediari mettano a disposizione le informazioni che consentano alla platea dei potenziali sottoscrittori di decidere consapevolmente in merito all'investimento.

<sup>29</sup> Così P. SPADA, M. MALTONI, (nt. 11), 579. La norma contenuta nell'art. 2468, quarto comma, che richiede il consenso unanime, invece, si applica ai diritti del socio e non al contenuto "diversificato" della categoria di quote unitarie: si prospetta, così, la possibilità di un doppio regime coesistente, riflesso della coesistenza di soci imprenditori e soci meri investitori. Per la necessaria unanimità dei consensi per la modifica in senso soggettivo dei diritti particolari, ovvero per il trasferimento della partecipazione cui essi sono collegati, rinvio a G. ZANARONE, "Della società a responsabilità limitata", in *Commentario Schlesinger*, 2010, I, 533; P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla "nuova" società a responsabilità limitata)*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova, Cedam, 2004, 45; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato Cottino*, V, 2007, 138.

<sup>30</sup> La deroga all'art. 2468, primo comma, (art. 26, quinto comma) apre decisamente alla possibilità di emettere categorie speciali di partecipazioni - ipotesi già presa in considerazione dalla dottrina, cfr. M. NOTARI, *Diritti "particolari" dei soci e categorie "speciali" di partecipazioni*, in *A.G.E.*, 2003, 325 ss. e L. DI NELLA, *Natura e divisibilità delle quote di partecipazione*, in *S.r.l. Commentario*, dedicato a G.B. Portale, a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Milano, Giuffrè, 2011, 275 - e, in particolare, di categorie standardizzate di quote.

<sup>31</sup> Jobs Act, sec. 302. Crowdfunding exemption: (omissis) "(B) the aggregate amount sold to any investor by an issuer, including any amount sold in reliance on the exemption provided under this paragraph during the 12-month period preceding the date of such transaction, does not exceed - "(i) the greater of \$2,000 or 5 percent of the annual income or net worth of such investor, as applicable, if either the annual income or the net worth of the investor is less than \$100,000; and "(ii) 10 percent of the annual income or net worth of such investor, as applicable, not to exceed a maximum aggregate amount sold of \$100,000, if either the annual income or net worth of the investor is equal to or more than \$100,000; "(C) the transaction is conducted through a broker or funding portal that complies with the requirements of section 4A(a); and "(D) the issuer complies with the requirements of section 4A(b)."

<sup>32</sup> Jobs Act, sec. 301.

<sup>33</sup> Così JENG, *The JOBS Act: Rule 506, Crowdfunding, and the Balance between Efficient Capital Formation and Investor Protection*, reperibile in internet al seguente indirizzo: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2238624](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2238624).

<sup>34</sup> "(omissis) the risks to purchasers of the securities relating to minority ownership in the issuer, the risks associated with corporate actions, including additional issuances of shares, a sale of the issuer or of assets of the issuer, or transactions with related parties": Jobs Act, sec. 301.

Una forma di tutela analoga, fondata su precisi obblighi di *disclosure*, è predisposta nel regolamento Consob. L'art. 15, infatti, impone al gestore del portale di fornire agli investitori in forma sintetica e facilmente comprensibile le informazioni relative alle caratteristiche dell'investimento, quali ad esempio il rischio di perdita del capitale sottoscritto, il rischio illiquidità e il divieto di distribuzione degli utili. Acquisiscono anche nel nostro ordinamento specifica rilevanza le informazioni relative ai soci di controllo, dato che, come si avrà modo di considerare in seguito, il trasferimento dello stesso è condizione sospensiva per l'esercizio del diritto di co-vendita o di recesso necessariamente previsti nell'atto costitutivo della società che ricorre all'*equity based crowdfunding* (art. 24, primo comma, lett. a); sono altresì rilevanti le informazioni relative ai patti parasociali, che devono essere comunicati alla società e pubblicati nel sito internet dell'emittente, secondo una regola, l'art. 24, primo comma, lett. b), la quale a sua volta evoca quanto disposto dall'art. 2341 *ter*, primo comma, in tema di pubblicità dei patti parasociali nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio<sup>35</sup>.

Gli obblighi di *disclosure* non garantirebbero alcuna efficacia, naturalmente, se non vi fosse una pronta reazione a fronte del comportamento omissivo o, comunque, reticente dei soggetti cui il dovere di informazione compete. Ponendoci dal punto di vista del sottoscrittore, la reazione all'inadempimento va a caratterizzare l'obbligo informativo a carico dei diversi soggetti coinvolti: così accade che, nel *Jobs Act*, sia prevista per il sottoscrittore una «action against an issuer (omissis) to recover the consideration paid for such security with interest thereon, less the amount of any income received thereon, upon the tender of such security, or for damages if such person no longer owns the security». Si noti che la definizione di *issuer*, cioè del soggetto passibile di responsabilità nei confronti del sottoscrittore, è estremamente ampia, in quanto include «any person who is a director or partner of the issuer, and the principal executive officer or officers, principal financial officer, and controller or principal accounting officer of the issuer (and any person occupying a similar status or performing a similar function) that offers or sells a security in a transaction exempted (...) and any person who offers or sells the security in such offering»<sup>36</sup>.

Diversamente, le forme di reazione previste nel regolamento Consob risultano maggiormente limitate e «definite» in punto di soggetti passibili di essere coinvolti. Il sistema si basa su un complesso di strumenti a tutela, indiretta e diretta, del sottoscrittore.

La tutela indiretta è rappresentata dal perfezionamento dell'operazione a condizione che almeno il 5% dell'ammontare degli strumenti finanziari emessi sia sottoscritto da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di start-up innovative (art. 24, secondo comma, regolamento Consob)<sup>37</sup>; tali investitori qualificati dovrebbero, così facendo, sancire nei fatti (ovvero con un investimento non irrilevante) l'affidabilità dell'operazione.

La tutela diretta consiste, invece, in un complesso di strumenti che si articolano, nella fase della sottoscrizione, in diritti di revoca della proposta e di recesso dall'ordine di adesione. L'art. 13, secondo comma, attribuisce agli investitori non professionali il diritto di recedere dall'ordine di adesione, senza alcuna spesa e tramite una comunicazione al gestore entro sette giorni dalla data dell'ordine: tale diritto

<sup>35</sup> In argomento, rinvio a V. DONATIVI, *Sub art. 2341 bis e 2341 ter*, in *Società di capitali*, Commentario Niccolini - Stagno D'Alcontres, I, Napoli, Jovene, 2004, 155 ss.; M. LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del codice civile*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 4, Torino, U.T.E.T., 2006, 463.

<sup>36</sup> *Jobs Act*, sec. 302, Crowdfunding exemption.

<sup>37</sup> La norma, che è stata oggetto di critiche da parte dei primi commentatori (G. MOSCA, *Start-up, via libera al regolamento del crowdfunding, ecco cosa cambia*, *Il Sole 24Ore*, 12 luglio 2013) perché accusata di rendere incerta l'operazione sulla base di un impegno, da parte dei soggetti qualificati, non dotato di reale efficacia: l'investitore *sponsor* sottoscrive le quote, così indirettamente avallando la bontà dell'operazione, ma nulla impedisce che lo stesso rivenda le medesime partecipazione non appena avvenuto il consolidamento.

si configura quale “diritto di pentimento” finalizzato ad evitare che il sottoscrittore rimanga vincolato a scelte avventate, specialmente in ragione della facilità con cui è possibile effettuare tali ordini *on line*<sup>38</sup>. La revoca è, invece, prevista quando, tra il momento dell’adesione all’offerta e quello in cui l’offerta è chiusa, sopravvenga un fatto nuovo o sia rilevato un errore materiale determinante concernente le informazioni esposte sul portale e può essere esercitato entro sette giorni dalla data in cui le nuove informazioni sono state portate a conoscenza degli investitori (art. 25, secondo comma, regolamento Consob)<sup>39</sup>. In entrambi i casi, di revoca e di recesso dell’ordine di adesione, diversamente da quanto accade nell’ordinamento statunitense, non si registra il coinvolgimento della responsabilità di diversi soggetti (quali, come si ricordava, l’emittente o gli *officers* che, tramite l’emittente, hanno collocato le partecipazioni); il nostro ordinamento, complice l’estrema brevità dei termini per l’esercizio di tali diritti, si limita ad equiparare l’esercizio dei diritti di recesso e di revoca al caso di mancato perfezionamento dell’offerta, così facendo tornare nella piena disponibilità degli investitori i fondi relativi alla provvista necessaria al perfezionamento degli ordini di adesione, provvista a sua volta costituita nel conto indisponibile intestato all’emittente, acceso presso le banche o le imprese di investimento cui sono trasmessi gli ordini (art. 25, terzo comma, regolamento Consob).

#### 6. *Le modifiche (espresse) al diritto comune societario.*

Come prevede il regolamento Consob (art. 24, primo comma, in tema di diritto di recesso o di co-vendita per il caso di trasferimento del controllo), l’accesso al *crowdfunding* impone alla società la composizione interna, per il tramite dell’autonomia statutaria, di alcuni dei possibili conflitti di interessi tra i diversi soci – i soci di controllo, e quindi molto probabilmente i fondatori, e i soci sottoscrittori di partecipazioni *crowdfunded*. Rispetto alle start-up innovative in generale, per le società che si affidano all’*equity based crowdfunding* si prefigura una sorta di “scalino”, certamente di origine statutaria (come l’art. 24 del regolamento Consob rende ben evidente), ma comunque reso necessario dal legislatore<sup>40</sup>.

I possibili conflitti di interesse che la norma appena citata mira a prevenire e comporre attingono all’ipotesi in cui una parte dei soci, dopo un’operazione di *crowdfunding*, decida di trasferire a terzi, non qualificati, il controllo della società: in tale ipotesi una clausola statutaria inserita quale condizione di accesso all’operazione consente ai soci estranei al controllo di recedere o di far valere un diritto di co-vendita. Il legislatore lascia all’autonomia statutaria il compito di indicare con la dovuta precisione i termini e le modalità concrete di esercizio dei diritti, sia che si opti per l’obbligo di co-vendita delle partecipazioni, sia che la scelta ricada sul diritto di recesso.

In particolare, nel caso di co-vendita, il trasferimento del controllo comporta il diritto dei soci diversi dagli alienanti di vendere contestualmente, a loro volta, le partecipazioni possedute; la norma non dà alcuna indicazione in merito alla concreta fisionomia della clausola di co-vendita necessaria per l’accesso all’*equity based crowdfunding*: non si evince direttamente, ad esempio, quali condizioni debbano essere poste per il caso in cui il socio eserciti l’opzione di vendita: se sia necessaria, per il rispetto della norma e l’accesso all’operazione, la parità di condizioni rispetto al trasferimento, oppure se sia possibile

<sup>38</sup> Tale disposizione evoca il diritto di pentimento previsto dall’art. 67 *duodecies*, Codice del Consumo, che sospende l’efficacia del contratto per la durata di quattordici giorni, decorrenti, alternativamente, dalla data di conclusione del contratto o dalla data in cui il cliente riceve l’informativa sulle condizioni contrattuali, se successiva. In questo periodo di sospensione, il consumatore può recedere senza fornire alcun motivo e senza penali.

<sup>39</sup> La disposizione è analoga, benché il termine sia molto più breve (due giorni), a quella prevista per la sollecitazione del pubblico risparmio, quando siano mutate le informazioni o le condizioni inizialmente riportate nel prospetto informativo (art. 95 *bis* t.u.f.).

<sup>40</sup> Benché in sede regolamentare e come condizione di accesso ad una normazione agevolativa di settore.

determinare statutariamente condizioni diverse. A tale proposito, una soluzione coerente con la complessiva *ratio* della disposizione si rivela quella di esigere che le condizioni di vendita siano le medesime del trasferimento del controllo, così da assicurare ai sottoscrittori di partecipazioni nell'ambito di un'operazione tramite portale il medesimo ritorno economico dei soci fondatori.

La necessità di rendere realmente efficace la clausola imposta dal regolamento Consob a tutela dei sottoscrittori di partecipazioni *crowdfunded* per il caso di trasferimento del controllo discende dalla rilevanza che l'identità dei soci di controllo ricopre nella decisione di investimento in capitale di rischio. Nell'ordinamento statunitense, una fondamentale forma di tutela per i sottoscrittori è rappresentata dalla conoscenza dell'identità dei soci di controllo e dell'identità di ogni socio che detenga più del 20% di ciascuna classe di partecipazioni dell'emittente<sup>41</sup>; nel nostro ordinamento, la rilevanza per i sottoscrittori dell'identità di chi "crede nell'operazione" emerge sia dall'obbligo di prevedere un diritto di co-vendita o di recesso per il caso di trasferimento del controllo<sup>42</sup>, sia dalla già menzionata condizione posta dall'art. 24, secondo comma, a mente della quale almeno il 5% degli strumenti finanziari offerti tramite portale<sup>43</sup> devono essere sottoscritti da investitori professionali, o da fondazioni bancarie, oppure da incubatori di start-up innovative. L'impressione è, dunque, che il legislatore confidi maggiormente nella "attrattiva" che da un determinato gruppo di soggetti può promanare, in termini di serietà e di capacità imprenditoriali, piuttosto che nella completezza delle informazioni date e nella capacità diffusa di valutare i rischi e i benefici dell'investimento; il venir meno del controllo da parte dei soggetti che hanno ingenerato tale affidamento è, dunque, preso in considerazione dal legislatore in termini di tutela dei sottoscrittori non qualificati, i quali potranno vedere realmente tutelati i propri diritti se e in quanto la clausola di co-vendita garantisca loro non tanto condizioni di vendita di mercato – data la difficoltà di individuare un valore di mercato per le partecipazioni di cui si discute –, quanto piuttosto le medesime condizioni praticate per il trasferimento del controllo<sup>44</sup>.

La soluzione prospettata dipende dall'oggettiva difficoltà di individuare un valore di mercato delle partecipazioni di una start-up innovativa, in assenza di un mercato secondario. Nell'ordinamento statunitense, ad esempio, vi sono espresse restrizioni alla vendita, in quanto le partecipazioni sottoscritte a seguito di *equity based crowdfunding* «may not be transferred by the purchaser of such securities during the 1-year period beginning on the date of purchase»<sup>45</sup>. Per quanto riguarda le start-up innovative in generale, il Decreto Crescita *bis* vieta la quotazione sui mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione delle azioni o quote rappresentative del capitale sociale (art. 25, secondo comma), pertanto i sottoscrittori subiscono sia il rischio di perdere l'intero capitale investito, sia il

---

<sup>41</sup> Jobs Act, sec. 301.

<sup>42</sup> A ciò si aggiunge il già ricordato obbligo di comunicare alla società e di pubblicare sul sito dell'emittente i patti parasociali (art. 24, primo comma, lett. b, regolamento Consob), i quali normalmente hanno effetti sostanziali sugli assetti proprietari.

<sup>43</sup> Il riferimento agli strumenti finanziari è esplicitato nell'art. 2 (definizioni) del regolamento Consob, in quanto al primo comma, lett. h si stabilisce che gli "strumenti finanziati sono le azioni o le quote rappresentative del capitale sociale previste dal decreto, emesse dalle start-up innovative, oggetto delle offerte al pubblico condotte attraverso portali".

<sup>44</sup> In tali circostanze, il diritto di co-vendita è volto a fare in modo che il piccolo investitore non qualificato possa beneficiare dell'eventuale operazione di cessione del controllo societario, facendo in modo che il nuovo socio entrante sia tenuto a comprare anche le quote del socio di minoranza, se questo lo richiede. I soci di controllo, per parte loro, patiscono un onere, dal quale di fatto può dipendere la possibilità di alienare la propria partecipazione.

<sup>45</sup> Jobs Act, sec. 302. Specifiche deroghe al divieto sono previste per il caso in cui le partecipazioni siano trasferite, ad esempio, all'emittente, ad un *accredited investor* o ad un membro della famiglia del sottoscrittore, per il caso di morte o divorzio del sottoscrittore stesso o altre simili circostanze.

rischio rappresentato dalla “illiquidità” dell’investimento, posto che, inizialmente, e almeno finché la società mantiene la qualifica di start-up innovativa, non esiste un “mercato secondario” sul quale scambiare gli strumenti sottoscritti<sup>46</sup>.

In alternativa all’introduzione di una clausola di co-vendita, il regolamento Consob (art. 24, primo comma) consente il riconoscimento di una causa convenzionale di recesso, sempre per il caso di trasferimento del controllo a terzi diversi dagli investitori professionali, dalle fondazioni bancarie e dagli incubatori di start-up innovative. Per i sottoscrittori non qualificati anche il diritto di recesso, la cui concreta attuazione in termini di modalità e tempi è affidata, come nel caso della co-vendita, all’autonomia statutaria e alla successiva valutazione da parte del gestore al fine dell’ammissione dell’offerta sul portale, trova giustificazione nella necessità che coloro che partecipano quali meri investitori ad un’operazione di *crowdfunding* non siano tenuti a subire passivamente il trasferimento del controllo societario da parte dei soci che controllavano l’emittente al momento della sottoscrizione dell’offerta.

Il diritto di recesso, come si è visto per la co-vendita, pone la questione relativa alla sua concreta modulazione e, segnatamente, ai criteri per la determinazione del valore delle partecipazioni in ordine alle quali il diritto di recesso è esercitato. L’art. 25, terzo comma, sembrerebbe, persino, ad una prima fugace lettura, predeterminare tale valore a favore dei sottoscrittori non qualificati, nella misura della provvista necessaria per il perfezionamento dell’ordine, accomunando così le regole in materia di mancato perfezionamento dell’ordine, revoca e recesso dall’ordine di adesione ex art. 13, secondo comma, regole che comportano l’uscita dall’operazione per pentimento o per altra causa, senza spese o oneri per il sottoscrittore. Una simile comunanza di disciplina non è però prospettabile e, *re melius perpensa*, si può ritenere che il recesso per il trasferimento del controllo, trasferimento che può avvenire anche a mesi o anni di distanza dall’offerta, segua regole proprie anche con riferimento alla determinazione del valore delle partecipazioni; la semplice restituzione della provvista può valere a tutela del sottoscrittore nella fase dell’adesione all’offerta, ma con riferimento all’esercizio del diritto di recesso dalla società comporterebbe la sostanziale assoluta esclusione del socio receduto dalla partecipazione alle perdite, con la conseguente violazione del patto leonino.

Resta, quindi, la necessità di individuare quali criteri di determinazione del valore delle partecipazioni del sottoscrittore siano idonei a soddisfare la condizione di ammissione all’operazione di *crowdfunding* posta dall’art. 24 del regolamento Consob: una valutazione convenzionale eccessivamente sfavorevole per il recedente potrebbe, nella sostanza, vanificare la disposizione di rango regolamentare e persino giustificare, di conseguenza, la mancata ammissione all’operazione di collocamento<sup>47</sup>.

Data la difficoltà di determinare il valore di mercato delle partecipazioni in una start-up innovativa, e di determinare lo stesso valore di mercato dell’impresa in questa delicata fase iniziale, valore che potrebbe essere colpito da perdite (anzi, l’eventualità è assai probabile e ad essa è dedicata la specifica disciplina in deroga agli artt. 2446 e 2447 in tema di s.p.a. e agli artt. 2482 *bis* e 2482 *ter* in tema di s.r.l., come dispone l’art. 26, primo comma, d.l. n. 179 del 2012), o al contrario potrebbe essere enormemente cresciuto, la strada che i soci fondatori possono correttamente percorrere nella

---

<sup>46</sup> A cui si aggiunge il fatto che il Decreto Crescita *bis*, disponendo il divieto di distribuzione di utili alle start-up innovative, assicura un’auspicabile patrimonializzazione dell’impresa e, dunque, la sua crescita, ma dal punto di vista del sottoscrittore si realizza l’esclusione da ogni partecipazione alla ricchezza prodotta, eccetto che per l’accrescimento (eventuale) del valore della propria partecipazione.

<sup>47</sup> I diritti di recesso o di co-vendita devono essere garantiti per tutto il periodo in cui la società conserva lo status di start-up innovativa o di start-up a vocazione sociale (art. 25, secondo e quarto comma del Decreto Crescita *bis*) e comunque per almeno tre anni dalla conclusione dell’offerta; il termine minimo di tre anni dall’offerta consente di evitare il caso in cui i soci di controllo siano tentati dal rinunciare allo status di start-up innovativa per trasferire il controllo senza oneri statuari.

predeterminazione dei criteri di valutazione delle partecipazioni passa per la facoltà, consentita dal quarto comma dell'art. 2437 *ter*, in materia di s.p.a., di stabilire criteri specifici, indicando gli elementi dell'attivo e del passivo che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica e agli altri elementi da tenere in considerazione, purché suscettibili di valutazione patrimoniale<sup>48</sup>.

In ogni caso, la determinazione non equa del valore dell'*exit*, con la conseguente "inservibilità" del relativo diritto, non è concessa all'autonomia statutaria, pena la non ammissione della società all'operazione di *crowdfunding*. La questione, in particolare, merita di essere rivista dal legislatore: sulle clausole rese necessarie dall'art. 24, infatti, dovrà essere effettuata una valutazione da parte del gestore ai fini dell'ammissione all'operazione di *crowdfunding*, valutazione che si aggiunge al controllo di legittimità del notaio; al momento, la disciplina dettata in sede regolamentare non dà specifiche indicazioni sul contenuto concreto delle clausole e sembra lasciare totale libertà all'autonomia statutaria, con la conseguente mancanza di tutela per le ragioni del sottoscrittore di partecipazioni *crowdfunded*, il quale potrebbe trovarsi di fronte a disposizioni pattizie formalmente legittime, ma tali da frustrare la tutela dello stesso, mediante condizioni di esercizio del diritto di recesso eccessivamente stringenti o penalizzanti.

Uno degli aspetti di maggiore delicatezza, specialmente se ci si pone dal punto di osservazione del sottoscrittore non qualificato di partecipazioni *crowdfunded*, attiene all'esatta individuazione del significato della locuzione "trasferimento del controllo", quale condizione per l'esercizio dei diritti di *exit*. Come si diceva, l'uscita dei soci di controllo è ritenuta rilevante a mente dell'affidamento nelle specifiche capacità imprenditoriali di determinati soggetti, giudicati capaci, direttamente o per il tramite dei loro componenti, nel caso di persone giuridiche, di generare innovazione tecnologica; la scelta di rendere rilevanti i cambi di controllo è coerente con l'approccio culturale che ha generato il fenomeno del *crowdfunding*, fondato sul sostegno di una collettività nei confronti di un'iniziativa, un'idea o un progetto, i quali hanno una paternità o un'origine che necessariamente li caratterizza.

L'individuazione del preciso significato della locuzione "trasferimento del controllo" è, comunque, facilitata dalla presenza di una delle tante norme definitorie nel regolamento Consob, il quale all'art. 2, lett. f) definisce il "controllo" come l'ipotesi in cui un soggetto, persona fisica o giuridica, ovvero più soggetti congiuntamente, dispongano, direttamente o indirettamente, anche tramite patti parasociali, della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria, ovvero dispongano dei voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria. Dunque, acquisisce rilievo non tanto l'entità dell'investimento (maggioranza del capitale sociale), quanto piuttosto la partecipazione ai processi decisionali (maggioranza dei voti nell'assemblea ordinaria); d'altra parte, il riferimento all'assemblea ordinaria porta a considerare tutte le materie che, in una s.p.a., sono attribuite alla competenza dell'organo dall'art. 2364, quali l'approvazione del bilancio e la nomina degli amministratori.

Si ha, pertanto, trasferimento del controllo nel caso di vendita di partecipazioni che, per l'ammontare del capitale rappresentato, comporti l'attribuzione della maggioranza dei voti ad un nuovo soggetto o ad un nuovo gruppo di controllo. Il controllo, tuttavia, come evidenzia la stessa norma definitoria, è influenzato dalla presenza eventuale di patti parasociali, i quali non a caso devono essere comunicati e pubblicizzati sul sito della società come previsto dall'art. 24, primo comma, lett. b) al fine dell'ammissione all'offerta sul portale. Può, quindi, verificarsi la condizione del trasferimento del controllo, con il conseguente diritto di *exit*, anche nel caso in cui, ferma restando la proprietà delle rispettive partecipazioni, i soci aderenti al patto parasociale modificano o estinguono il patto, oppure

---

<sup>48</sup> La questione, in realtà, coinvolge anche gli altri casi legali o convenzionali di recesso.

anche costituiscano un nuovo patto parasociale con effetti diretti sul funzionamento dell'assemblea ordinaria<sup>49</sup>.

L'interpretazione proposta è coerente con la *ratio* della norma regolamentare che, nell'imporre la predisposizione di una specifica clausola convenzionale di recesso o di co-vendita per il caso di trasferimento del controllo, va a tutelare l'interesse del sottoscrittore alla (almeno triennale) stabilità del controllo e contestualmente va a penalizzare, per mezzo della clausola statutaria e dunque secondo le modalità pattuite, chi detiene il controllo al momento dell'operazione di *crowdfunding* e se ne disfa in tempi relativamente brevi.

Ulteriori questioni si pongono non appena si guardi oltre la stretta definizione di controllo adottata dalla norma definitoria appena citata. La maggioranza dei voti nell'assemblea ordinaria o l'influenza dominante possono rimanere formalmente invariati e sempre riferibili al medesimo soggetto<sup>50</sup>, ma può essere trasferito il controllo del controllante, oppure ancora può intercorrere tra la società controllante e un'altra società un contratto che autorizzi all'esercizio di attività di direzione e coordinamento, oppure può essere presente nello statuto una clausola che impegna in tale senso (art. 2497 *sexies*). La rilevanza data dalla legislazione in materia start-up innovative alla conoscibilità dei patti parasociali non consente un'interpretazione dell'art. 25 del regolamento Consob tale da imporre la predisposizione di una clausola convenzionale di recesso relativa alle (diverse) vicende inerenti l'attività di direzione e coordinamento, con la conseguenza che la tutela dei soci estranei a tale attività passa per il diritto societario comune, ovvero tramite l'applicazione della norma contenuta nell'art. 2497 *quater*. Dunque, quando si realizzi l'inizio o la cessazione di un'attività di direzione e coordinamento e sussistano le condizioni richieste dal primo comma, lett. c) della norma citata, il socio può recedere.

#### 7. *Le ricadute implicite sulla disciplina codicistica.*

Le regole dettate per l'accesso al *crowdfunding* da parte di una società start-up delineano la figura del sottoscrittore di strumenti finanziari - e segnatamente di quote e partecipazioni azionarie<sup>51</sup> - quale soggetto, persona fisica o giuridica, del tutto estraneo alla gestione della società e, per espressa previsione normativa, titolare di un investimento necessariamente contenuto (nel massimo di 500 euro

---

<sup>49</sup> Per il caso in cui la start-up innovativa sia una cooperativa occorre, inoltre, tenere a mente che l'art. 2538 prevede che ciascun socio cooperatore abbia un voto, con l'eccezione delle persone giuridiche, per le quali il terzo comma prevede la possibilità dell'attribuzione di più voti, in numero non superiore a cinque, in relazione all'ammontare della quota o al numero dei membri; il voto plurimo in taluni casi potrebbe determinare un predominio, anche potenziale e per singola assemblea, dei soci cooperatori persone giuridiche.

<sup>50</sup> Si ricorda che con il d.l. 28 giugno 2013, n. 76, convertito con modificazioni dalla L. 9 agosto 2013, n. 99, è venuto meno il requisito previsto dall'art. 25, secondo comma, lett. a), il quale richiedeva che la maggioranza delle quote e delle azioni rappresentative del capitale sociale e dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria dei soci fossero detenute da persone fisiche (art. 9, sedicesimo comma).

<sup>51</sup> Il riferimento alla "raccolta del capitale di rischio" contenuto nell'art. 30 del d.l. n. 179/2012 è da intendersi nel caso in esame come limitato ai veri e propri conferimenti, con esclusione di quegli apporti che, pur non essendo tecnicamente conferimenti e conseguentemente non confluendo nel capitale sociale, rientrano in senso lato nel capitale di rischio in quanto sopportano in modo pieno il rischio di perdita del valore apportato: si pensi agli strumenti finanziari partecipativi che possono essere emessi da tutte le s.p.a. e dalle s.r.l. che abbiano la qualifica di start up. In questo senso, come si è avuto già occasione di precisare (nota 43), si esprime la norma definitoria contenuta nell'art. 2, primo comma, lett. h) del regolamento Consob: "strumenti finanziati sono le azioni o le quote rappresentative del capitale sociale previste dal decreto, emesse dalle start-up innovative, oggetto delle offerte al pubblico condotte attraverso portali".

per la persona fisica, soglia massima prevista per l'esenzione dagli oneri della MIFID). L'apertura della società a siffatte forme di investimento costituisce un'importante novità negli equilibri endosocietari ed impone di valutare se la presenza di questi soci possa determinare un'alterazione dei rapporti interni e possa richiedere un rafforzamento dei tradizionali strumenti di tutela o l'introduzione di forme innovative di salvaguardia degli interessi rilevanti. In definitiva, ci si chiede se l'accesso ad operazioni di *equity based crowdfunding* implichi modificazioni al diritto comune societario, modificazioni al momento ancora inesprese.

Un indizio nella direzione della presenza di implicite e inesplorate modificazioni del sistema, è facilmente reperibile nei contenuti del rapporto "Restart Italia!"<sup>52</sup> che, in tema di diritti dei *crowdfunder* non si limita a prospettare soglie massime di investimento in capitale di rischio, ma propone una specifica attenzione ai diritti economici in cambio della "rimozione del voto in assemblea", oppure ancora, per salvaguardare gli interessi della categoria dei soci investitori, in potenziale conflitto con i soci di controllo, propone il ricorso a veicoli di investimento all'interno della start-up da finanziare, i quali riuniscano tutti i soci *crowdfunder* in una "unica entità legale".

Nella situazione attuale, la soluzione pratica a possibili contrasti passa, naturalmente, per il tramite dell'autonomia statutaria e, segnatamente, per la già prospettata possibilità di ricorrere a classi di partecipazioni: categorie di quote o di azioni per i sottoscrittori di partecipazioni *crowdfunded* e, per il gruppo di controllo, quote dotate di particolari diritti inerenti la persona del socio o azioni ordinarie o, forse meglio, *performance share* che possano essere liberate ad un prezzo predeterminato solo nel caso in cui siano stati raggiunti determinati obiettivi.

Più in generale, occorre affrontare il problema relativo all'esistenza (o meno) di un implicito "scalino normativo" tra le società che fanno ricorso al *crowdfunding* e i tipi tradizionali, quale elemento differenziale implicito ricostruibile tramite i principi del modello delineato dal d.l. n. 179 del 2012 e dal regolamento Consob. Tale analisi non può prescindere dal dato, condiviso in dottrina, secondo cui il passaggio al tipo regolato dal diritto comune societario dalla start-up e dalla start-up che ricorre alle operazioni di *crowdfunding* non costituisce una trasformazione, pur comportando un rilevante mutamento nella struttura finanziaria della società. Dunque, nonostante la presenza di regole tipologicamente aliene rispetto alla corrispondente società di diritto comune, la start-up non è un tipo a se stante o ulteriore rispetto ai tipi di diritto comune<sup>53</sup>.

Uno degli aspetti che fanno propendere per la non estraneità della start-up rispetto al tipo di elezione attiene al fatto che, come appunto rileva la dottrina appena ricordata<sup>54</sup>, le regole eccentriche rispetto al tipo sono applicate in via condizionata e transitoria. Si tratta di regole condizionate all'acquisizione di una determinata qualifica<sup>55</sup> (esenzioni a divieti cui la qualificazione dà diritto di

---

<sup>52</sup> Il Rapporto "Restart Italia!" è reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/rapporto-startup-2012.pdf>

<sup>53</sup> Così P. SPADA, M. MALTONI, (nt. 11), 579, cui si deve l'espressione "regole tipologicamente aliene", con riferimento alla categorizzazione delle quote, all'assimilazione delle quote ai prodotti finanziari, alla possibilità di operazioni su proprie quote e il ricorso a strumenti finanziari partecipativi (art. 26, commi 2-7) nella start-up in forma di s.r.l. Si osserva che le regole "tipologicamente aliene" che coinvolgono in via temporanea e condizionata le s.r.l. vanno a colpire le più evidenti differenze tra la s.r.l. e la società azionaria.

<sup>54</sup> P. SPADA, M. MALTONI, (nt. 11), 579.

<sup>55</sup> L'acquisizione della qualifica di start-up segue all'adempimento di taluni obblighi, comprensivi dell'autocertificazione che attesti la sussistenza dei requisiti di start-up (art. 25, secondo comma, d.l. n. 179 del 2012); l'iscrizione nella sezione speciale del Registro delle imprese rappresenta l'adempimento costitutivo per l'applicazione della disciplina di agevolazione e tale situazione cessa qualora la società venga cancellata dalla sezione speciale del Registro delle imprese, o per il venir meno dei requisiti di accesso, o per

accedere)<sup>56</sup> ed efficaci per un tempo rigorosamente determinato. La condizione eccezionale di cui si tratta, infatti, decorre dall'iscrizione nella sezione speciale, ovvero l'apposita sezione del Registro delle imprese (art. 25, comma ottavo, d.l. n. 179 del 2012), fino alla cancellazione dalla medesima; cessata la qualifica, perché la società risulta, in un dato tempo, in difetto dei requisiti, o decorsi i previsti quattro anni dalla costituzione (art. 31, quarto comma), tornano ad operare i vincoli all'autonomia statutaria previsti dallo statuto legale, quali, per le s.r.l., il divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni e il divieto di "categorizzazione" delle partecipazioni al rapporto sociale. E quando la società ricorre al *crowdfunding*, la disciplina transitoria della start-up si arricchisce di un'ulteriore disciplina, a sua volta transitoria e convenzionale, ma al contempo resa necessaria dal regolamento Consob per l'ammissione dell'offerta sul portale<sup>57</sup>.

La caratteristica di transitorietà della disciplina relativa alle start-up e al *crowdfunding* non consente, tuttavia di accantonare la questione relativa alle possibili ripercussioni dell'adesione al modello agevolativo e transitorio sulla disciplina applicabile e, dunque, impone di analizzare le possibili ricadute implicite sulla disciplina codicistica.

A ciò si aggiunge il dato secondo cui la transitorietà del (dei) modello(i) – start-up e società che ricorre al *crowdfunding* – non impedisce che rimangano strascichi sull'organizzazione societaria, grazie all'ultrattività di alcune disposizioni eccezionali. La s.r.l. che non disponga più della qualifica di start-up, perché abbia perduto le caratteristiche richieste o perché sia decorso il termine di durata quadriennale, continua ad accedere alle deroghe contenute nel secondo, terzo e settimo comma dell'art. 26, d.l. n. 179 del 2012, così che rimangono valide ed efficaci le clausole già inserite nell'atto costitutivo in virtù di tali deroghe e che hanno consentito, con riferimento ai titoli già emessi: (i) l'emissione di categorie di quote fornite di diritti diversi anche in deroga all'art. 2468, commi secondo e terzo (art. 26, secondo comma); (ii) la creazione di categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o attribuiscono diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione detenuta o diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di condizioni non meramente potestative (art. 26, terzo comma); (iii) l'emissione, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche d'opera o servizi, di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli artt. 2479 e 2479 *bis*<sup>58</sup>. A ciò si aggiunge la possibile ultrattività delle clausole che, per le società ammesse al *crowdfunding*, accordano ai soci il diritto di recesso o di co-vendita per il caso di trasferimento del controllo<sup>59</sup>.

Il legislatore si è, evidentemente, preoccupato di non creare eccessivi contraccolpi nella complessa fase dell'*exit* dalla condizione di start-up. Tale evoluzione fisiologica, che fa confluire la

---

aver omesso di rinnovare l'autocertificazione e, in ogni caso, decorsi quattro anni dalla data della costituzione (art. 31, quarto comma).

<sup>56</sup> In questo senso G. MARASÀ, (nt. 9), 1095 e P. SPADA, M. MALTONI, (nt. 11), 579.

<sup>57</sup> Con la conseguenza che si realizza un modello transitorio nell'ambito di un modello, a sua volta, transitorio. Si ricorda che i diritti di recesso e co-vendita devono essere riconosciuti per tutto il periodo in cui la società dispone della qualifica di start-up innovativa o di start-up a vocazione sociale e, comunque, almeno per tre anni dalla conclusione dell'offerta, con il conseguente possibile perdurare dei relativi effetti anche dopo la perdita della qualifica di start-up. E' anche possibile, perché dipendente dall'autonomia statutaria, che le clausole consentano il diritto di recesso o co-vendita anche successivamente al triennio; tale evenienza pare, però, piuttosto remota, in quanto tali diritti gravano pesantemente sul diritto dei soci di controllo di disporre delle proprie partecipazioni.

<sup>58</sup> La Relazione di accompagnamento al disegno di legge di conversione del d.l. n. 179 del 2012 indica tali strumenti partecipativi (non imputati a capitale) quali mezzi utili per la diffusione di pratiche di *work-for-equity* attraverso l'assegnazione di strumenti finanziari.

<sup>59</sup> Art. 24, regolamento Consob.

società verso lo svolgimento “in via ordinaria” della propria attività d’impresa, si può concretamente realizzare tramite diversi percorsi, quali un’operazione di *management buy out*<sup>60</sup>, l’acquisizione da parte di un altro soggetto, la quotazione in borsa o, infine, la liquidazione, da parte dei fondatori, dei soci che sono stati di aiuto nella fase di avvio<sup>61</sup>. Prima della completa adesione al modello codicistico, dunque, permangono rapporti societari e di finanziamento partecipativo destinati ad estinguersi naturalmente, ad esempio per rimborso o recesso, oppure destinati ad essere assorbiti, come si diceva, nell’ambito di una più complessa operazione di riacquisto.

Nella fase durante la quale la società ha accesso alla qualifica di start-up e all’operazione di *crowdfunding*, nonché nella fase successiva di *exit* dalla condizione di start-up, durante la quale la società ormai priva della qualifica subisce l’ultrattività delle clausole in deroga al tipo, si verifica un fenomeno, più evidente nelle s.r.l., per effetto del quale ai soci “ordinari” si affiancano soggetti che hanno acquisito la qualità di socio a seguito di un investimento in capitale di rischio e che, per la società e per i soci di controllo, rappresentano unicamente un’occasione di reperimento di risorse.

Per le società costituite secondo il tipo s.r.l., in particolare, la contrapposizione tra i sottoscrittori di quote collocate tramite portali e i soci imprenditori è particolarmente evidente e si inserisce in un ambiente normativo in cui il tradizionale divieto di incorporazione delle partecipazioni in titoli di credito risponde al modello in cui si registra la “presenza tendenzialmente esclusiva (...) di soci imprenditori, in grado come tali di autonomamente predisporre i mezzi di tutela ritenuti più opportuni senza bisogno di affidarsi all’eterotutela dell’ordinamento”. Per questo, le norme dettate per il tipo in questione non dispongono degli strumenti atti ad intercettare gli interessi dei titolari di partecipazioni acquistate tramite portali, né tantomeno sono in grado di comporre l’inevitabile conflitto di interessi tra i tradizionali soci imprenditori e coloro che sono stati funzionali all’avvio dell’impresa.

La tendenziale temporaneità della situazione, destinata a cessare al perfezionamento della fase dell’*exit* dalla fase di start-up, perfezionamento, che a sua volta può essere più o meno distante in termini cronologici dal momento della cessazione della formale qualifica di start-up, non consente di sottostimare la portata del problema, la cui soluzione passa attraverso l’identificazione delle ricadute implicite sulla disciplina codicistica secondo le linee guida date: (i) dall’avvenuta parziale diluizione delle differenze con la s.p.a. – solo parziale, in quanto anche nella start-up che ricorre al *crowdfunding* sono presenti soci dotati delle caratteristiche tipologiche proprie di una s.r.l. - ; (ii) dalla valorizzazione del concreto ruolo del socio, il quale può essere titolare di quote dotate di particolari diritti inerenti alla sua persona, oppure di una quota di categoria; (iii) dal recupero di soluzioni già conosciute, ma accantonate a seguito della Riforma.

Il temporaneo stemperarsi delle differenze tipologiche tra s.p.a. e s.r.l., con la conseguente ammissione della s.r.l. alla possibilità di reperire capitale di rischio rivolgendosi indistintamente ad investitori esterni, consente all’interprete di ricostruire una disciplina (implicita) della quota per il tramite dell’interpretazione analogica delle regole in materia di partecipazioni azionarie<sup>62</sup>. Ciò consente, ad esempio, di regolare diversamente situazioni differenti e, conseguentemente di ammettere il voto plurimo come contenuto di un diritto particolare inerente la persona del socio e di escludere, in termini analoghi a ciò che accade per le azioni, l’ammissibilità delle categorie di quote a voto plurimo. Anche per la creazione di categorie di quote vale, come per le speciali categorie di azioni, il limite generale del patto leonino, mentre è dubbia l’applicazione del limite generale alle azioni senza voto o con voto limitato (su determinati temi, condizionato o subordinato) rappresentato dalla metà del capitale sociale (art. 2351, secondo comma): la start-up che ricorre al *crowdfunding* dispone, già al momento dell’offerta,

<sup>60</sup> A tale proposito si veda il già citato rapporto “Restart Italia!”.

<sup>61</sup> Quali l’incubatore, il *business angel*, il fondo di *venture capital* e i sottoscrittori di partecipazioni *crowdfunded*.

<sup>62</sup> In argomento, rinvio anche alle osservazioni di P. SPADA, M. MALTONI, (nt. 11), 579.

di un gruppo di controllo consolidato, tanto che il trasferimento del controllo risulta “sanzionato” dall’attivazione di un apposito diritto di recesso o di co-vendita da parte dei sottoscrittori di *crowdfunded equities* (art. 24, primo comma, regolamento Consob).

La diluizione delle differenze tra s.p.a. e s.r.l. pone in discussione l’applicabilità della norma contenuta nell’art. 2467, almeno con riferimento ai finanziamenti erogati da coloro che risultano estranei al gruppo dei soci imprenditori. La diluizione della portata della norma per le società che fanno ricorso all’*equity based crowdfunding* dipende, ovviamente, dalle specifiche caratteristiche dell’operazione, volta al reperimento di risorse da imputare a capitale di rischio; inoltre, la possibilità di emettere strumenti finanziari, collocabili anche al di fuori della stretta cerchia di soggetti indicati dall’art. 2483<sup>63</sup>, consente alla società di comporre la propria struttura finanziaria senza che i soci corrano il rischio della postergazione dei crediti per il rimborso dei finanziamenti effettuati.

La valorizzazione del ruolo del socio e la presa d’atto che, nella fase iniziale, accanto al socio imprenditore, coinvolto nella gestione della società, entrano nella compagine sociale soggetti interessati ai meri risvolti economici dell’operazione, impongono di rivedere la disciplina del controllo, eventualmente recuperando soluzioni già conosciute in passato<sup>64</sup>. L’avvenuta privatizzazione del controllo risulta coerente con la fisionomia del socio imprenditore nella s.r.l., ma lascia i sottoscrittori di *crowdfunded equities* privi di reale tutela, almeno finché la condizione della società non sia effettivamente mutata, con il completamento della descritta fase di *exit* dalla condizione di start-up<sup>65</sup>.

Dall’angolo visuale del sottoscrittore di partecipazioni tramite un’operazione di *crowdfunding*, il potere attribuito ai soci che non partecipano all’amministrazione dalla norma contenuta nell’art. 2476, secondo comma, potrebbe non costituire un concreto beneficio, in quanto economicamente non conveniente per chi ha investito una somma modesta<sup>66</sup>. Inoltre, come osserva la dottrina<sup>67</sup>, poiché la legge pone stringenti limiti dimensionali per la start-up innovativa<sup>68</sup>, risulta difficile ipotizzare che sussistano i presupposti per la nomina obbligatoria ex art. 2477 degli organi o dei soggetti con il compito del controllo. Ciò a meno di non voler valorizzare, anche al di là del senso letterale delle parole, la disposizione dettata per le società cooperative dall’art. 2543, norma che impone la nomina

<sup>63</sup> Con l’inserimento di tali strumenti finanziari nella struttura della s.r.l. si pone la questione relativa all’individuazione dei soggetti che possano sottoscriverli; si può ritenere che, in mancanza di espresse limitazioni alla sottoscrizione nella norma che legittima l’emissione e in considerazione della possibilità di collocare presso una massa indistinta di investitori le stesse partecipazioni nel capitale di rischio, gli strumenti finanziari emessi dalle start-up in forma di s.r.l. possano essere sottoscritti da soggetti diversi dagli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale; *contra* P. SPADA, M. MALTONI, (nt. 11), 579, ove si fa rinvio a P. SPADA, *La provvista finanziaria tra destinazione ed attribuzione*, in *Il diritto delle società oggi. Studi in onore di G. Zanarone*, a cura di P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Torino, U.T.E.T., 2011, 3.

<sup>64</sup> Mi riferisco alla nomina di un organo di controllo e all’accesso al procedimento di denuncia al tribunale ex art. 2409; sul punto si veda *infra*, in questo paragrafo, nel testo.

<sup>65</sup> Al completamento della fase di *exit* può conseguire il consolidamento della posizione del sottoscrittore di *crowdfunded equities* nel caso in cui tale soggetto conservi, nonostante le operazioni poste in essere dal gruppo di controllo per liquidare i soggetti funzionali alla fase di avvio, la posizione di socio. A tale consolidamento può conseguire un incremento dell’ammontare della partecipazione detenuta a seguito di ulteriori aumenti di capitale, in occasione dei quali sia esercitato il diritto di opzione.

<sup>66</sup> Dal diverso punto di osservazione della società, poi, la possibilità che una serie indefinita di soggetti sia nella condizione di far uso del diritto di controllo individuale può rappresentare, verosimilmente, un formidabile ostacolo alla scelta della società di ricorrere a tali strumenti di reperimento di risorse.

<sup>67</sup> O. CAGNASSO, *I controlli nelle s.r.l.*, in *Giur. It.*, 2013, 11.

<sup>68</sup> L’art. 25, secondo comma, lett. d, d.l. n. 179/2012 esige che, a partire dal secondo anno di attività della start-up innovativa, il totale del valore della produzione annua, così come risultante dall’ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell’esercizio, non sia superiore a 5 milioni di euro.

collegio sindacale non solo quando si verificano i casi previsti dall'art. 2477, secondo e terzo comma, ma anche quando la società emetta strumenti finanziari non partecipativi.

La nomina di un collegio sindacale, alla stregua di ciò che accade per le cooperative a tutela degli investitori in strumenti partecipativi, consentirebbe al sottoscrittore in titoli rappresentativi del capitale di rischio in una start-up, o a chi detiene tali titoli con riferimento ad una società nella fase di *exit* dalla condizione di accesso al regime agevolato, di poter contare su un'efficiente controllo di legittimità e correttezza dell'amministrazione, specialmente se, conformemente a quanto previsto dal terzo comma, sia consentito ai sottoscrittori di tali titoli di eleggere, se lo statuto lo prevede, fino ad un terzo dei componenti dell'organo di controllo<sup>69</sup>.

La presenza di un organo di controllo può aprire la strada ai provvedimenti previsti dall'art. 2409, procedimento di per sé difficilmente attivabile dai sottoscrittori di partecipazioni *crowdfunded*, sia a causa del previsto tetto all'investimento in capitale di rischio, tetto massimo che rende inverosimile il raggiungimento dell'aliquota di capitale prevista dal primo comma del medesimo articolo, sia a causa della mancanza di un'organizzazione interna dei sottoscrittori di partecipazioni *crowdfunded*, quale quella che arricchisce la struttura delle s.p.a. che emettono obbligazioni e speciali categorie di azioni. Dunque, la presenza, nelle s.r.l. di cui ci si è occupati in queste pagine, di investitori in capitale di rischio, privi dei tradizionali connotati del socio imprenditore, induce a rivedere l'orientamento, al momento prevalente, che esclude, nelle s.r.l., la possibilità di ricorrere al controllo giudiziario ex art. 2409<sup>70</sup>. Invero, nei casi qui descritti, il sistema, ben delineato nella nota sentenza della Corte Costituzionale n. 481 del 2005, come "modellato sul principio della rilevanza del socio e dei rapporti contrattuali tra i soci"<sup>71</sup>, si contamina in virtù dell'ingresso di soggetti che acquistano la qualità di soci, ma sono privi delle prerogative e del potere contrattuale descritto nella citata pronuncia della Consulta.

#### 8. Brevi osservazioni conclusive.

A differenza di ciò che accade nelle s.r.l. di diritto comune, nelle start-up e nelle s.r.l. di diritto comune che subiscono la descritta *ultrattività* delle disposizioni derogatorie, avendo fatto uso delle

<sup>69</sup> Ciò vale, naturalmente, nel caso in cui la società non ricorra alla facoltà di designare un organo sindacale unipersonale, facoltà consentita per la prima volta dalla l. 12 novembre 2011, n. 183, ed ora grazie alla nuova formulazione dell'art. 2477, primo comma, come previsto dall'art. 35 del d.l. 9 febbraio 2012, n. 5 (convertito in l. 4 aprile 2012, n. 35).

<sup>70</sup> Così acutamente osserva M. SPIOTTA, in "Ravvedimento operoso" o trasformazione "con destrezza", nota a Trib. Ascoli Piceno (ord.), 1° marzo 2013, in *Giur. It.*, 2013, 7.

<sup>71</sup> Corte Cost. 29 dicembre 2005, n. 481, in *Foro it.*, 2006, I, 1293. Si ricorda che quella appena menzionata nel testo, ovvero l'avvenuta privatizzazione del controllo, non è l'unica ragione che porta ad escludere l'applicazione del procedimento di cui all'art. 2409 alle s.r.l.: una recente pronuncia della Suprema Corte, infatti, fonda il proprio orientamento su un piano strettamente letterale, cioè sulla mancanza di un richiamo espresso all'art. 2409 nella disciplina delle s.r.l., ritenendo generico il rinvio operato dall'art. 2477, quarto comma (Cass. civ., sez. I, 13 gennaio 2010, n. 403, in *Giur. It.*, 2010, 595, con nota di R. Weigmann). Il dibattito in giurisprudenza non è tuttavia sopito, in quanto l'applicabilità dell'istituto alla s.r.l. munita di collegio sindacale e a condizione che il ricorso sia presentato dai sindaci è stata ribadita da Trib. Milano 26 marzo 2010, in *Giur. It.*, 2010, 1624, con nota di O. Cagnasso. Per la dottrina, rinvio a G. ZANARONE, (nt. 29), I, 21 e II, 1165; P. BENAZZO, *I controlli nella società a responsabilità limitata: singolarità del tipo od omogeneità della funzione?*, in *Riv. soc.*, 2010, 18 ss.; G. PRESTI, *La s.r.l. e la scomparsa dell'art. 2409 c.c.: la difficile "elaborazione" del lutto*, in P. BENAZZO, M. CERA, S. PATRIARCA (a cura di), *Il diritto delle società tra persistenze e innovazioni. Studi in onore di G. Zanarone*, Torino, U.T.E.T., 2011, 417 e G. SCOGNAMIGLIO, *L'azione di responsabilità dei singoli soci o dei terzi direttamente danneggiati*, in G.D. Mosco, D. Regoli, M. Rescigno, G. Scognamiglio, *L'amministrazione. La responsabilità gestoria*, V, *Trattato delle società a responsabilità limitata* diretto da C. Ibba e G. Marasà, Padova, Cedam, 2012, 297, in particolare 304 e 305.

facoltà previste dall'art. 26, secondo e terzo comma, la privazione dei poteri e delle prerogative tipiche del socio imprenditore non deriva da una mera situazione di fatto, come può accadere nella pratica a chi detenga una partecipazione di minoranza e, allo stesso tempo, non si avvalga degli strumenti messi a disposizione dall'ordinamento. La specifica condizione dei sottoscrittori di partecipazioni collocate presso una massa indistinta di investitori in capitale di rischio tramite un'operazione di *crowdfunding* discende da una precisa scelta del legislatore, il quale apre, per questo, alla costituzione di diverse classi di soci (art. 26, secondo comma, d.l. n. 179 del 2012) e affronta, benché solo marginalmente, tramite la disposizione contenuta nell'art. 24 del regolamento Consob, il conseguente conflitto di interessi tra i soci titolari di partecipazioni *crowdfunded* e i soci che dispongono delle partecipazioni di controllo.

Per questo, la condizione del singolo sottoscrittore di partecipazioni collocate tramite portali non può essere trattata alla stregua di una mera situazione di fatto, eccentrica rispetto ad un impianto complessivamente coerente. Se si guarda, inoltre, alla recentissima evoluzione normativa in materia di modelli "minori" di s.r.l. si assiste ad un progressivo ingresso nel tipo c.d. "ordinario" di regole eccezionali, come avviene con l'introduzione della figura della s.r.l. "ordinaria" a capitale ridotto; parimenti, l'avvio dell'impresa sotto forma di start up innovativa può lasciare consistenti strascichi nella struttura finanziaria della s.r.l. "ordinaria", a causa della descritta ultrattività delle norme che autorizzano l'emissione di categorie di quote fornite di diritti diversi ed anche senza diritto di voto nelle decisioni dei soci, delle norme che autorizzano l'emissione di strumenti finanziari partecipativi e delle clausole statutarie imposte a tutela dei sottoscrittori di partecipazioni *crowdfunded*. Dunque non si può escludere che talune caratteristiche peculiari dei modelli "minori" possano "contaminare", anche solo per aspetti marginali e temporanei, il tipo regolato dalle norme di diritto comune.

Non si può escludere, in sostanza, che il complessivo movimento centrifugo cui abbiamo assistito recentemente, a seguito della previsione, in un primo momento, della s.r.l. semplificata e della s.r.l. a capitale ridotto come società caratterizzate da una precisa connotazione anagrafica dei soci nell'ambito di iniziative del legislatore estemporanee e prive di un'effettiva volontà di incidere sul sistema complessivo, si stia rimodulando in un movimento centripeto a causa del quale, grazie al lavoro degli interpreti, risulti possibile ridisegnare istituti generali o, comunque, "rileggere", almeno in parte e limitatamente a taluni particolari aspetti, la disciplina generale<sup>72</sup>, così da intercettare e salvaguardare gli interessi di quell'indistinto «big, new pool of potential investors» che, per il tramite di un portale, può sottoscrivere il capitale di rischio di un'impresa nella delicata fase del suo avvio.

---

<sup>72</sup> Ciò accade nel diverso ambito del diritto dei contratti, come rileva G. BENEDETTI, *La categoria generale del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, 669 e G.B. FERRI, *Contratto e negozio: da un regolamento per categorie generali verso una disciplina per tipi*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, 428.

**Il *crowdfunding*: un nuovo strumento di finanziamento per le *start up* innovative.**

di ELENA FREGONARA

SOMMARIO: 1. Il decreto crescita *bis*: la *start up* innovativa ed il *crowdfunding*. - 2. Le origini del *crowdfunding* e i modelli. - 3. La disciplina dell'*equity-based crowdfunding* tra TUF e Regolamento Consob. - 4. Profili operativi ed eventuali lacune della disciplina. - 5. Le prospettive.

*1. Il decreto crescita bis: la start up innovativa ed il crowdfunding.*

In un breve arco di tempo il legislatore è intervenuto più volte sul sistema societario nel tentativo di rianimare l'economia nazionale: in questo contesto l'ultimo tassello normativo è rappresentato dal d.l. 179/2012, decreto crescita *bis*, che ha introdotto nel nostro ordinamento la *start up* innovativa e con quella un nuovo modello di finanziamento per quelle neo-imprese alternativo ai canali istituzionali, il c.d. *crowdfunding*. Si tratta di due temi tra loro strettamente correlati giacché il *crowdfunding* costituisce o può costituire uno dei canali più rilevanti di finanziamento delle nuove formule societarie: non pare, dunque, possibile parlare del primo senza fornire al lettore una, seppure breve, descrizione della peculiare disciplina e caratteristiche delle seconde.

Di *start up* si parla con riferimento a svariate realtà e settori, compresi quelli più tradizionali, tuttavia il decreto crescita *bis* ha inteso limitare il campo d'azione alle sole iniziative che presentino un forte ancoraggio all'innovazione<sup>1</sup>. In questo senso, l'oggetto sociale, esclusivo o prevalente, della *start up* innovativa deve consistere nello sviluppo, produzione, commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico; ulteriore parametro di innovatività è rappresentato dalla ricorrenza di almeno uno dei tre requisiti previsti dal decreto e relativi alle modalità della produzione in termini di investimenti e alle caratteristiche professionali del personale impiegato<sup>2</sup>.

Pare opportuno subito precisare che la *start up* innovativa si presenta come una veste che le società di capitali, incluse le cooperative, nonché la *Societas Europaea*, se possiedono determinati requisiti, dettagliatamente indicati nel decreto<sup>3</sup>, possono indossare per un periodo di tempo determinato, pari al

<sup>1</sup> Sul tema si consenta di rinviare a E. FREGONARA, *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Milano, Giuffrè, 2013, *passim*.

<sup>2</sup> In particolare, l'art. 25, comma secondo, lett. h), d.l. 179/12, prevede che al fine del riconoscimento deve ricorrere almeno uno dei seguenti requisiti: a) le spese in ricerca e sviluppo devono risultare uguali ovvero superiori al 15% del maggior valore tra costo e valore totale della produzione; b) i dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo impiegati, in percentuale superiore o uguale al terzo della forza lavoro complessiva, devono essere in possesso di titolo di dottorato di ricerca ovvero in possesso di laurea e devono aver svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca, pubblici o privati, in Italia o all'estero ovvero una percentuale uguale o superiore a due terzi della forza lavoro complessiva deve risultare in possesso della laurea magistrale c) la società deve essere titolare, depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semi-conduttori o a una nuova varietà vegetale direttamente afferenti l'oggetto sociale e l'attività d'impresa ovvero titolare dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore.

<sup>3</sup> L'art. 25 prevede che le *start up* innovative non devono originare da un'operazione straordinaria di fusione o scissione, ovvero da una cessione d'azienda o ramo d'azienda; devono risiedere in Italia ai sensi dell'art. 73, d.p.r. 917/86; non devono distribuire ovvero aver distribuito utili; a partire dal secondo anno di attività il totale del valore della loro produzione annua, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non deve superare i cinque milioni di euro.

massimo a quarantotto mesi, iscrivendosi ad una sezione speciale del Registro delle imprese ad esse appositamente dedicata: non viene dunque introdotta una nuova fattispecie di società<sup>4</sup>.

La temporaneità costituisce un tratto caratterizzante della nuova formula: la peculiare disciplina dedicata alle *start up* innovative assolve infatti alla essenziale funzione di traghettare l'impresa dalla fase iniziale ad una situazione di maggiore stabilità, soprattutto finanziaria, viene dunque concesso all'iniziativa economica un lasso di tempo, statisticamente adeguato, entro il quale valutare l'eventuale successo ovvero "fallimento" della stessa. Durante questo periodo, ipotizzando una fisiologica situazione di perdite, la società, in deroga a quanto sancito dal codice civile, gode di una maggiore flessibilità nella loro ricapitalizzazione, potendo diluire nel tempo i rischi dell'indebitamento. In particolare, si prevede l'estensione di dodici mesi del meccanismo del c.d. "rinvio a nuovo" e nelle ipotesi più gravi, quando la perdita intacchi il minimo legale, è consentito il differimento delle operazioni di riduzione e contestuale aumento del capitale alla chiusura dell'esercizio successivo<sup>5</sup>.

Nella medesima direzione, se il *business* non decolla, il legislatore concede alla *start up* innovativa una sorta di paracadute: si tratta di un importante beneficio che consiste nella esenzione dalle procedure concorsuali ordinarie e nell'assoggettamento alle diverse procedure di composizione e gestione della crisi da sovraindebitamento e di liquidazione del patrimonio, introdotte di recente nel nostro ordinamento per gli insolventi civili ed oggi estese anche alle realtà societarie in esame<sup>6</sup>.

L'obiettivo risulta, in ogni caso, il successo delle *start up* innovative: a tal fine, il legislatore è intervenuto per semplificarne la fase più delicata della vita e per incentivare gli investimenti in essa.

Sotto il primo profilo, vengono in rilievo alcune agevolazioni in relazione alla riduzione degli oneri per l'avvio ed ai contratti di lavoro a tempo determinato: vantaggi "a termine" che dovrebbero facilitare l'ingresso e lo sviluppo sul mercato dello *startupper*.

D'altro canto, per accrescere l'*appeal* dell'impresa e, quindi, attrarre capitali da terzi, sono state introdotte incisive deroghe al diritto societario che riguardano, in particolare, la struttura finanziaria delle *start up* innovative costituite secondo la forma delle società a responsabilità limitata. Appartengono a questo gruppo la possibilità di creare, attraverso l'atto costitutivo, categorie di quote fornite di diritti diversi, in particolare sul versante amministrativo con riguardo al diritto di voto nonché, nella stessa ottica, la possibilità di emettere strumenti finanziari e di acquistare proprie partecipazioni a determinate condizioni.

Nella medesima prospettiva, sono state anche riconosciute ai contribuenti che investiranno nelle *start up* innovative interessanti agevolazioni fiscali e la possibilità di un accesso semplificato al Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese.

Le quote di s.r.l., in deroga a quanto previsto dall'art. 2468 primo comma c.c.<sup>7</sup>, così come le azioni di s.p.a., possono costituire oggetto di offerta al pubblico, anche attraverso i portali *online* di

---

<sup>4</sup> Così Relazione Illustrativa d.l. 179/12. Questa soluzione si riflette sul rapporto che intercorre tra i nuovi *look* delineati dal legislatore del 2012 per le imprese "neonate": in particolare, pare indubbio che la s.r.l. semplificata, in quanto rientrante nella generale categoria delle società di capitali, possa assumere a certe condizioni la configurazione di *start up* innovativa.

<sup>5</sup> Sul punto v. O. CAGNASSO, *Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (dalla "nuova" alla "nuovissima" s.r.l.)*, in *NDS*, 5, 2014, 7 ss.

<sup>6</sup> V. l. 27 gennaio 2012, n. 3, come modificata dal d.l. 179/12.

<sup>7</sup> Si tratta di quote societarie "ibride" che si allontanano dal modello personalistico proposto dalla riforma del 2003, che saranno standardizzate per poter essere sottoscritte dagli investitori. L'obiettivo del legislatore pare essere quello di rimuovere ogni limitazione allo sviluppo delle *start up* innovative che, nella fase di avvio, difficilmente riescono a disporre delle risorse patrimoniali sufficienti per realizzare la propria idea di

capitali di rischio. La previsione risulta funzionale alla creazione e regolamentazione delle piattaforme di *crowdfunding*, già ampiamente diffuse negli altri Paesi: si tratta, come anticipato, di strumenti di raccolta di fondi alternativi ai canali istituzionali e, in altre parole, di un intervento a sostegno dell'imprenditoria e dell'economia.

## 2. *Le origini del crowdfunding e i modelli.*

Il suggestivo termine "*crowdfunding*", letteralmente "finanziamento della folla", è un neologismo nato dall'esigenza di identificare un fenomeno di recente diffusione: un meccanismo di finanziamento che, mediante il web, promana dal basso, dalla folla appunto, in luogo dei tradizionali canali istituzionali. L'espressione rappresenta una realtà in costante espansione: si tratta di processi collaborativi di piccoli investitori non professionali (c.d. *crowdfunders*) che, spinti da motivazioni varie, si propongono di sostenere gli sforzi di persone ed organizzazioni dotate di un elevato potenziale creativo, ma prive dei fondi necessari alla realizzazione delle loro idee. In altri termini, una forma di "democratizzazione della finanza", che consente agli artefici di un progetto di sponsorizzarsi *online*, attraverso nuove risorse che implementano la capacità di generare ricchezza a sostegno delle iniziative più meritevoli<sup>8</sup>.

Il *crowdfunding* trae le proprie origini dal *crowdsourcing*, un sistema di esternalizzazione ad una comunità *online* della soluzione di un determinato problema: la fattibilità delle ipotesi prospettate verrà

---

*business*: viene dunque loro concessa l'opportunità di costituirsi con un piccolo capitale, anche solo formale nel caso della s.r.l., potendo recuperare tra la folla i fondi necessari per far crescere l'impresa.

<sup>8</sup> Sul tema v. U. PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia*, Torino, Giappichelli, 2013, *passim*; A. BOLLETTINARI, *Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recente legislazione*, in NDS, 2013, 2, 9 ss.; ID, *Opportunità e sfide del crowdfunding scientifico e culturale*, in corso di pubblicazione su NDS; M. PINTO, *L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal "Decreto Crescita"*, in Società, 2013, 818; G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, «crowdfunding» e mercati privati*, in AGE, 2013, 215; M.L. VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, Riv. soc., 2014, 371; A. CRUCIL, *La disciplina dell'equity crowdfunding in Italia: emanato il Regolamento Consob sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start up innovative*, in Riv. soc., 2013, 1058; A. TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in Contr. impr., 2014, 519; V. MANZI, *Il fenomeno del crowdfunding e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali*, in AA.VV., *I contratti dei risparmiatori*, a cura di F. Capriglione, Milano, Giuffrè, 2013, 393; I. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*, relazione presentata al V Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di diritto commerciale "Orizzonti del diritto commerciale", dal titolo "L'impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia dei valori della crisi", Roma 21-22 febbraio 2014, in [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it); A. LAUDONIO, *La folla e l'impresa: prime riflessioni*, relazione presentata al V Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di diritto commerciale "Orizzonti del diritto commerciale", dal titolo "L'impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia dei valori della crisi", Roma 21-22 febbraio 2014, in [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it); P. ALVISI, *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in Riv. dir. banc., reperibile in internet al seguente indirizzo [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 3, 2014; G. NUNZIANTE, *Il crowdfunding*, in Riv. dir. banc., reperibile in internet al seguente indirizzo [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 8, 2013; R. CULICCHI, *Prime considerazioni sul nuovo regolamento CONSOB in tema di equity crowdfunding*, in Riv. dir. banc., reperibile in internet al seguente indirizzo [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 7, 2013; E. GIRINO, *Le regole del crowdfunding*, in Amministrazione&finanza, 1, 2014, 75; G. GAGLIARDI, A. TONELLA, *Crowdfunding: una nuova frontiera per la raccolta di capitali*, in Amministrazione&finanza, 11, 2013, 51; C. D'AURIA, *Crowdfunding: social lending e profili di regolamentazione prudenziale*, in Riv. dir. banc., [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), 3, 2014; C. S. BRADFORD, *Crowdfunding and the federal securities law*, in Columbia Law Review, 2012, 1, 10 ss.

poi valutata dall'intero gruppo al fine di selezionare quella più idonea al caso concreto. I partecipanti al "problem solving" potranno ricevere un compenso sotto varie forme, dal denaro alla mera soddisfazione intellettuale<sup>9</sup>.

I tratti caratterizzanti del nuovo meccanismo di finanziamento consistono, da un lato, nelle caratteristiche dei soggetti che intervengono sulla scena, dall'altro, nello strumento utilizzato per la raccolta di fondi. Si tratta, infatti, come già osservato, di investitori privati, non professionali, che sfruttano le opportunità offerte dalla rete, impegnandosi a prestare il loro (normalmente piccolo) contributo per la realizzazione di iniziative che reputano di utilità sociale oppure innovative o, ancora, interessanti. D'altro canto, ampio merito per l'affermazione del *crowdfunding* va attribuito alla diffusione, a tutti i livelli sociali, dell'utilizzo di internet e alla sempre più ampia disponibilità di nuove e dinamiche forme di *network*: questa «crescente alfabetizzazione informatica», come efficacemente definita in dottrina<sup>10</sup>, ha contribuito, e sta contribuendo, alla nascita delle c.d. piattaforme, virtuali luoghi di incontro tra i promotori delle iniziative e i *crowdfunders*.

Le operazioni si svolgono, dunque, interamente *online*: l'ideatore pubblica sul sito *web* della piattaforma il suo progetto segnalando la somma che ritiene necessaria per la relativa realizzazione e l'eventuale compenso, peraltro non necessariamente pecuniario, che intende riconoscere agli aderenti<sup>11</sup>. Pubblicata la domanda i finanziatori potranno decidere quanto sono disposti a versare, di norma cifre modeste e la piattaforma, dal canto suo, trattiene una percentuale su ogni finanziamento erogato o sul totale finanziato.

In relazione agli ambiti applicativi, si osserva che qualunque settore può utilizzare i processi di *crowdfunding* e per le più svariate motivazioni, dall'aiuto in occasioni di tragedie umanitarie al sostegno di iniziative culturali sino al finanziamento di imprese innovative. In quest'ottica, si delineano due tipologie di piattaforme: quelle generaliste, rivolte al finanziamento di qualsiasi genere di progetto e quelle tematiche (o verticali), specializzate in determinati settori.

Tale modalità di raccolta di fondi infatti, originariamente utilizzata per sostenere iniziative di utilità sociale e senza scopo di lucro (c.d. *donation*), ha subito un crescente sviluppo ed è stata anche applicata per la realizzazione di programmi imprenditoriali con il riconoscimento di un piccolo premio

---

<sup>9</sup> Sul tema v. A. CICERCHIA, *Crowdsourcing e crowdfunding: la folla che finanzia la cultura*, in *Economia della cultura*, 2013, 175 ss.; J. HOWE, *The Rise of Crowdsourcing*, in *Wired*, 2006, 176 ss. Interessanti le osservazioni di J. C. DE MARTIN, *Crowdfunding, le "collette" per il rilancio*, in *La stampa*, 27 luglio 2013, ove si legge che seppure «entrambe le parole hanno solo pochi anni di vita (sono state coniate nel 2006), i due concetti sono antichi di secoli. I più disincantati infatti potrebbero dire che invece di «crowdfunding» si potrebbe semplicemente dire colletta e citare le raccolte di fondi che hanno permesso di realizzare, per esempio, sia molti monumenti (da quelli dedicati a eroi del Risorgimento alla Statua della Libertà) sia numerosi libri (come l'edizione dei lavori di Martin Lutero pubblicata da Johann Heinrich Zedler nel '700). E potrebbero ridimensionare anche la novità del «crowdsourcing» ricordando, per esempio, i 6 milioni di contributi inviati da persone di tutto il mondo per arricchire l'*Oxford English Dictionary* a partire dalla metà dell'800. Eppure rispetto al passato qualcosa di nuovo c'è davvero e quel qualcosa è, come spesso capita in questi anni, una conseguenza della rivoluzione digitale. Grazie a Internet, infatti, raccogliere sia fondi sia contributi di altra natura (purché rappresentabili sotto forma di bit) è diventato immensamente più facile rispetto ai tempi di Johann Zedler o dell'*Oxford English Dictionary*».

<sup>10</sup> Così A. TROISI, (nt. 8), 524.

<sup>11</sup> Si distingue tra due modalità di finanziamento: "ex ante crowdfunding", quando il *plafond* risulta ancora da raggiungere; "ex post facto crowdfunding" nell'ipotesi in cui il finanziamento viene concesso a fronte di un prodotto già realizzato, in quest'ultimo caso i finanziatori vedranno riconoscersi una partecipazione agli utili che conseguiranno alla vendita dell'opera. Sul punto v. A. BOLLETTINARI, *Il crowdfunding*, (nt. 8), 14.

per i sostenitori (c.d. *reward based*) sino ad arrivare allo svolgimento di vere e proprie offerte di capitale di rischio (c.d. *equity crowdfunding*) finalizzate alla sottoscrizione di strumenti partecipativi.

Alla luce dell'esperienza degli altri Paesi e delle prime indagini svolte sul nostro territorio, si possono distinguere quattro modelli di base di *crowdfunding*: *donation based*, *reward based*, *social lending* ed *equity based*<sup>12</sup>.

Il primo modello, *donation based*, prevede la raccolta di fondi per iniziative non a scopo di lucro in cui non è prevista una forma di rimborso delle somme versate, né un ritorno o premio a favore dei sostenitori del progetto<sup>13</sup>.

Il *reward based crowdfunding*, viceversa, opera sulla base di impiego di denaro ripagato con una ricompensa ed è il modello più diffuso<sup>14</sup>: se si aderisce ad un progetto che ha l'obiettivo di realizzare una determinata invenzione o prodotto, si riceverà in cambio un prototipo di quel prodotto ovvero un'edizione speciale; se si tratta di opere cinematografiche, l'investitore potrà accedere al set e partecipare alle riprese<sup>15</sup>.

Un'ulteriore tipologia di utilizzo del *crowdfunding* può individuarsi nel c.d. *social lending*: un prestito, di norma molto esiguo, da parte di privati ad altri privati effettuato tramite una piattaforma

---

<sup>12</sup> In un recentissimo articolo, AMATO, *Crowdfunding in Italia 54 piattaforme: progetti finanziati per 30 milioni di euro*, in *La Repubblica*, 15 maggio 2014, si legge che in Italia risultano attive 54 piattaforme le cui sedi sono concentrate al Nord e il modello più diffuso resta il *reward*. Per ulteriori indagini empiriche e statistiche del fenomeno v. D. CASTRATARO, I. PAIS, *Analisi delle piattaforme di crowdfunding italiane*, reperibile in internet al seguente indirizzo [www.crowdfundingitalia.com](http://www.crowdfundingitalia.com); G. GAGLIARDI, A. TONELLA, (nt. 8), 53 e 54 tavola 2; Relazione preliminare all'analisi di impatto, allegato 1 del Regolamento Consob 29 marzo 2013, reperibile in internet al seguente indirizzo [www.consob.it](http://www.consob.it); Relazione sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione (AIR) e sugli esiti della procedura di consultazione, reperibile in internet al seguente indirizzo [www.consob.it](http://www.consob.it). Per un'ampia analisi del funzionamento di alcune piattaforme in vari settori si rinvia all'interessante articolo di A. BOLLETTINARI, *Il crowdfunding*, (nt. 7), 20 ss.

<sup>13</sup> Si tratta di una tipologia di *crowdfunding* utilizzata molto spesso per la realizzazione di iniziative filantropiche, politiche o culturali. Sul punto, v. M. PINTO, (nt. 7), 819.

<sup>14</sup> A. BOLLETTINARI, *Il crowdfunding*, (nt. 7), 17 in nota 26, l'a. osserva che «la ragione per cui il *reward based crowdfunding* rappresenta il modello oggi più diffuso deve rinvenirsi nelle contingenze storico-giuridiche che hanno accompagnato il *crowdfunding* nelle sue prime fasi di sviluppo; in particolare fino al 5 aprile 2012, data in cui il Presidente degli Stati Uniti ha approvato il *Jumpstart our Business Startups (JOBS) Act*, la legislazione statunitense (*Securities Act* del 1993) impediva il ricorso all'"*equity-based crowdfunding*"». Sul tema delle procedure americane di *crowdfunding* prima della pubblicazione del *JOBS Act* v. l'ampio esame di PINTO, (nt. 7).

<sup>15</sup> In questo contesto, si distinguono due sottotipi: il *reward-based "all or nothing"*, in cui si ottiene il finanziamento solo al raggiungimento del *plafond* dichiarato, e quello "*keep it all*", in cui tutte le offerte vengono trattenute indipendentemente dal raggiungimento del target. In ogni caso, il promotore non garantisce e non deve restituire l'investimento al *crowdfunder*, il quale aderisce all'iniziativa in quanto crede nel suo successo sul mercato e, di conseguenza, nel fatto che verrà ricompensato per la fiducia riposta nel programma del *founder*. In Italia tra le più note piattaforme di *reward-based crowdfunding* si evidenziano Kickstarter e Indiegogo. Si segnala tra i modelli *reward*, anzi quale evoluzione di quelli, il *pre-purchase model*, utilizzato in particolare negli Stati Uniti da società di nuova costituzione e che prevede che al finanziatore sia accordato un trattamento di favore per usufruire dei servizi erogati dalla società o acquistare i suoi prodotti ma pur sempre a condizione che l'iniziativa abbia successo, sul tema v. M.L. VITALI, (nt. 8), 372; P. ALVISI, (nt. 8), 3.

online. In particolare, la piattaforma pubblica i profili dei soggetti che cercano un finanziamento e gli utenti disponibili effettuano un versamento, scegliendo il profilo del destinatario<sup>16</sup>.

L'*equity-based crowdfunding*, infine, è un meccanismo in cui i partecipanti all'iniziativa vengono remunerati con partecipazioni societarie. In questo caso, ogni investitore ha la prospettiva di un rendimento che si realizza sotto forma di azioni o quote sociali. D'altro canto, la società "bersaglio" ha l'occasione di estendere il proprio azionariato, emettendo tante piccole quote a fronte di tanti piccoli prestiti, e di superare il "*financing gap*" che tipicamente contraddistingue le imprese nella fase di avvio.

Pare interessante segnalare che ultimamente si sta diffondendo una nuova modalità di raccolta del capitale il c.d. "*do it yourself*" (*DIY crowdfunding*): si tratta di un'implicazione curiosa che permette ai progettisti di non appoggiarsi ad una piattaforma, ma di organizzare la campagna in autonomia, sui propri siti *web*<sup>17</sup>.

Il fenomeno del *crowdfunding* non riceve specifica regolamentazione nella maggior parte dei Paesi in cui, tuttavia, sono già attive numerose piattaforme che operano secondo modalità differenti di sovente concordate con le Autorità di vigilanza dei singoli Paesi, al fine di rendere il quadro normativo complessivo compatibile con le previsioni in materia di mercati finanziari<sup>18</sup>.

Solamente negli Stati Uniti è stato approvato nell'aprile del 2012 il *Jumpstart our Business Startups (JOBS) Act* che, allo scopo di facilitare l'accesso al mercato dei capitali da parte delle imprese emergenti, ha introdotto specifiche esenzioni alla *Securities Act* per l'autorizzazione all'esercizio dell'attività di intermediazione in materia di *crowdfunding*: tale esenzione è condizionata all'esistenza di alcuni requisiti e limitazioni che attengono alla quantificazione e modalità di svolgimento degli investimenti<sup>19</sup>.

### 3. La disciplina dell'*equity-based crowdfunding* tra TUF e Regolamento Consob.

Nel panorama europeo ed internazionale, l'Italia risulta all'avanguardia per la regolamentazione del fenomeno del *crowdfunding*: l'obiettivo del legislatore è stato certamente, come già ricordato, quello di incentivare lo sfruttamento di uno strumento, alternativo ai canali istituzionali, per favorire il finanziamento di imprese "neonate", e con esse la crescita economica e l'occupazione, soprattutto giovanile, del Paese in uno scenario macroeconomico contrassegnato dalla forte contrazione delle fonti

<sup>16</sup> Accanto al *social lending* si inserisce anche il filone della microfinanza sul web: attraverso queste piattaforme si finanziano, senza interessi, i progetti di microimprenditori non solvibili, che non riescono ad accedere ai prestiti bancari. Queste due categorie di prestito via internet sono classificate nell'ambito del *crowdfunding* come piattaforme *lending*. In Italia sono attive le piattaforme Smartika e Prestiamoci.

<sup>17</sup> Si tratta in genere di organizzazioni che dispongono di competenze specifiche e di una comunità di riferimento, come Palazzo Madama di Torino e la mostra "Vice versa" alla Biennale di Venezia.

<sup>18</sup> Per il contesto europeo v. M. L. VITALI, (nt. 8), 377; P. ALVISI, (nt. 8), 9 ss.; K. DE BUYSERE, O. GAJDA, R. KLEVERLAAN, D. MAROM, *A Framework for European Crowdfunding*, 2012, reperibile in internet al seguente indirizzo [www.crowdfundingframework.eu](http://www.crowdfundingframework.eu).

<sup>19</sup> In particolare l'investimento non può superare la cifra di un milione di dollari, il singolo investitore non può investire in più di una data percentuale del proprio reddito annuale, l'investimento deve effettuarsi per il tramite di un intermediario tradizionale, già registrato come *broker* o *dealer*, ovvero di una nuova figura il "*funding portal*", ugualmente registrato presso la SEC. Tuttavia, al momento, la disciplina di attuazione del *JOBS Act*, che avrebbe dovuto predisporre la SEC, non è stata ancora pubblicata: fino a quando non verrà emesso tale Regolamento attuativo, le esenzioni richiamate non sono operative. Per un'ampia ricostruzione del sistema statunitense v. P. ALVISI, (nt. 8), 6 ss..

di finanziamento attingibili attraverso le vie tradizionali<sup>20</sup>. La normativa “*made in italy*” risulta, tuttavia, circoscritta al settore delle *start up* innovative, con tutti i vincoli (di oggetto sociale, di temporaneità e di forma) ad esse inerenti.

L'*equity-based crowdfunding* fa il suo ingresso ufficiale nel nostro ordinamento con l'art. 30 del d.l. 179/12, decreto crescita *bis*, che, con una tecnica legislativa “a cascata”, ne rimanda la disciplina al Testo Unico della Finanza attraverso il contestuale inserimento di nuove norme nell'ambito delle vigenti disposizioni in materia di offerta al pubblico ed attività di investimento, che, a loro volta e per alcuni profili, rinviano ad un Regolamento della Consob, sottoposto a consultazione in data 29 marzo 2013 e, successivamente, divulgato nella sua versione definitiva con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013<sup>21</sup>. La scelta di dare attuazione alla disciplina primaria adottando un regolamento autonomo, invece di includere le nuove previsioni in quelli già esistenti con riferimento alle specifiche materie pare adeguata alla natura unitaria del fenomeno, oggetto di regolamentazione, contraddistinto peraltro da una forte specificità giacché interessa la sola realtà delle *start up* innovative e pare anche consentire una visione più organica del meccanismo sotto osservazione.

Da questa cornice, fatta di complicati intrecci tra legislazione primaria e secondaria, emerge il quadro normativo del recente istituto giuridico fondato sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *online* all'insegna, da un lato, della promozione di nuovi presidi di finanza democratica, dall'altro, di una non minore tutela degli investitori, soprattutto di quelli non professionali. La comprensione della fattispecie deve prendere le mosse dall'analisi sistematica dei dati normativi, ricordando che ci troviamo ancora in una fase di sperimentazione e di “vuoto” di commenti, donde l'utilità di metterne a fuoco le peculiarità.

Le tre disposizioni introdotte nel contesto del TUF consentono una prima ricognizione del fenomeno “*crowdfunding*” rappresentandolo attraverso i suoi tratti essenziali: lo strumento, i soggetti e le modalità operative impiegate per ottenere fondi dalla folla.

In particolare, all'art. 1, quinto comma *novies*, tra gli altri servizi ed attività di investimento, viene aggiunta la definizione di “portale per la raccolta di capitali per le *start up* innovative”: una piattaforma *online* che ha come finalità *esclusiva* la *facilitazione* della raccolta di capitale di rischio da parte di quelle società; ciò peraltro non esclude che il portale possa effettuare altre attività di *crowdfunding* in differenti portali sempre gestiti dallo stesso soggetto.

---

<sup>20</sup> Nella stessa direzione, si segnala il del d.l. 21 giugno 2013, n. 69, c.d. Decreto fare, che all'art. 57 prevede interventi straordinari a favore della ricerca e dello sviluppo del Paese, ed in particolare con riguardo alla creazione di *start up* innovative e *spin-off* universitari, nonché al sostegno e allo sviluppo di capitale di rischio e *crowdfunding*. Sul punto v. Relazione sull'attività di analisi di impatto, (nt. 12), 3, dove si legge: «gli intermediari tradizionali 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», in tale contesto il *crowdfunding* costituisce un canale alternativo di promozione delle proprie iniziative direttamente nei confronti dei risparmiatori, riducendo i costi di intermediazione a fronte di una maggiore responsabilizzazione nelle scelte di investimento.

<sup>21</sup> Il regolamento in materia di “Raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on-line*” è entrato in vigore il 27 luglio 2013 ed è reperibile in internet al seguente indirizzo [www.consob.it](http://www.consob.it). Si tratta di un documento dettagliato e completo sotto diversi profili. A suffragio di queste affermazioni, si osserva che il legislatore secondario ha operato, da un lato, seguendo in modo rigoroso ed ordinato la delega contenuta nel Decreto crescita *bis*, dall'altro accogliendo nel testo del provvedimento i suggerimenti pervenuti dai protagonisti del settore che hanno partecipato ad un questionario conoscitivo .

Nel settore dedicato alla gestione collettiva del risparmio è stato inserito l'art. 50 *quinquies*, rubricato "gestione di portali per la raccolta di capitale di rischio da parte delle *start up* innovative": la norma traccia l'ambito soggettivo di applicazione delle nuove regole. Si precisa infatti che l'esercizio professionale dell'attività di gestione dei portali è riservato, da un lato, ai soggetti che risultano iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, dall'altro lato, alle imprese di investimento ed alle banche autorizzate ai relativi servizi di investimento. Si registra, dunque, un ampliamento della platea dei gestori: agli intermediari abilitati tradizionali, c.d. gestori di diritto o istituzionali, si affianca la nuova figura dei gestori di portali autorizzati.

In questa prospettiva, la Consob ha accuratamente definito i criteri relativi alla formazione del registro e alla relativa pubblicità, alle eventuali ulteriori condizioni per l'iscrizione nello stesso, alle cause di sospensione, radiazione, riammissione ed incompatibilità. Attraverso la normativa secondaria viene, quindi, istituito il registro a cui si devono iscrivere i gestori di portali in possesso di alcuni specifici requisiti<sup>22</sup>; all'interno di quello viene costituita anche una sezione speciale in cui annotare i c.d. gestori di diritto che ne avranno fatto preventiva comunicazione alla Consob: quest'ultima procedura ha mera efficacia di pubblicità-notizia e di certificazione anagrafica<sup>23</sup>. La struttura "binaria" del registro consente agli investitori di avere un quadro completo dei gestori legittimati ad operare sul mercato e sottoposti alla vigilanza Consob<sup>24</sup>.

---

<sup>22</sup> L'art. 50 *quinquies*, comma terzo, t.u.f., precisa che «l'iscrizione nel registro di cui al comma 2 è subordinata al ricorrere dei seguenti requisiti: a) forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa; b) sede legale e amministrativa o, per i soggetti comunitari, stabile organizzazione nel territorio della Repubblica; c) oggetto sociale conforme con quanto previsto dal comma 1 (*la facilitazione della raccolta di capitali per le start up innovative*); d) possesso da parte di coloro che detengono il controllo e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo dei requisiti di onorabilità stabiliti dalla Consob; e) possesso da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, di requisiti di professionalità stabiliti dalla Consob». L'intero procedimento di iscrizione e i relativi controlli cui è preposta la Consob devono concludersi entro sessanta giorni dal momento in cui è pervenuta la domanda. Ai fini dell'iscrizione, per salvaguardare l'affidabilità dei gestori, si prevede che questi ultimi, oltre alle caratteristiche individuate dal testo Unico, debbano rivestire ulteriori requisiti di onorabilità e professionalità.

<sup>23</sup> Tra le banche e imprese di investimento autorizzate alla prestazione dei relativi servizi di investimento è da ritenersi ricompresa anche la Società Poste Italiane - Divisione servizi Banco Posta, autorizzata ai sensi dell'art. 2 del d.p.r. n. 144 del 14 marzo 2001, posto che ai sensi dell'art. 12, comma 1 del menzionato d.p.r. la società per azioni Poste Italiane "può svolgere nei confronti del pubblico i servizi di investimento e i servizi accessori previsti, rispettivamente, dall'art. 1, comma 5, lett. b), c) ed e) e dall'art. 1, comma 6, lett. a), b), d), e), f) e g) del t.u.f., nonché le attività connesse strumentali ai servizi di investimento". Inoltre l'art. 2, comma 5 del medesimo d.p.r. prevede che "Poste è equiparata alle banche italiane anche ai fini dell'applicazione delle norme del testo unico bancario e del testo unico della finanza richiamati ai commi 3 e 4, nonché della legge 10 ottobre 1990, n. 287".

<sup>24</sup> L'art. 6, Regolamento Consob, prevede la pubblicazione del registro nella parte "Albi ed elenchi" del Bollettino elettronico della Consob. La Consob ai gestori di portali può chiedere la comunicazione di dati e di notizie e la trasmissione di atti e documenti, nonché effettuare ispezioni e, di conseguenza, applicare sanzioni. Sul punto, l'art. 50 *quinquies*, comma settimo, t.u.f., prevede che «i gestori di portali che violano le norme del presente articolo o le disposizioni emanate dalla Consob in forza di esso, sono puniti, in base alla gravità della violazione e tenuto conto dell'eventuale recidiva, con una sanzione amministrativa pecuniaria da euro cinquecento a euro venticinquemila. Per i soggetti iscritti nel registro di cui al comma 2, può altresì essere disposta la sospensione da uno a quattro mesi o la radiazione dal registro. Si applicano i commi 2 e 3

Le differenze sostanziali che intercorrono tra le due tipologie di gestori si riflettono sul regime giuridico ad essi applicabile nel rapporto con gli investitori: in particolare, per i primi è introdotta una specifica esenzione dall'applicazione delle regole di condotta in materia di prestazione dei servizi di investimento (artt.li 21-25 *bis* t.u.f.) e di collocamento a distanza di servizi e attività di investimento (art. 32 t.u.f.). Tuttavia vi è da dire che, a fronte di queste semplificazioni operative che esonerano i gestori di portali da una serie di norme di comportamento, viene loro imposto il divieto di detenere somme di denaro ovvero strumenti finanziari di pertinenza di terzi, nonché il dovere di trasmettere gli ordini di sottoscrizione e compravendita degli strumenti finanziari, oggetto delle offerte *online*, esclusivamente a banche e imprese di investimento, che si occuperanno di portare a termine la trattativa.

La previsione pare ridurre in maniera considerevole il significato dell'esenzione, confinandola alla fase delle trattative, poiché le banche e le altre imprese di investimento, nel momento in cui intervengono, sono obbligate ad operare secondo i principi "garantisti" di derivazione MiFID<sup>25</sup>: in questa prospettiva, si è infatti osservato che dall'obbligo di intervento di un soggetto abilitato nella fase di perfezionamento dell'ordine si deve dedurre l'applicazione delle vigenti norme in materia di tutela degli investitori *retail* nel rapporto che essi instaureranno con l'intermediario per la sottoscrizione degli strumenti finanziari<sup>26</sup>.

L'investitore non professionale deve, infatti, stipulare un contratto di investimento con la Banca o la Sim, individuata dal gestore, per la trasmissione degli ordini e, a tal fine, deve fornire una serie di informazioni sulla propria conoscenza ed esperienza nel settore che rileva per consentire una valutazione all'intermediario in ordine all'appropriatezza della sottoscrizione. La procedura comporta inevitabili costi che saranno posti a carico dell'investitore che, in tal guisa, sarà disincentivato proprio rispetto a quegli investimenti di importo ridotto che normalmente caratterizzano l'*equity crowdfunding*<sup>27</sup>.

Pare qui opportuno esaminare le relative disposizioni attuative nella legislazione secondaria. Sul punto, infatti, è intervenuta la Consob che, nel licenziare il testo definitivo del Regolamento, ha introdotto un meccanismo che consente di graduare il livello di tutela degli investitori non professionali, prevedendo un regime differenziato in relazione all'ammontare dei singoli ordini di adesione alle offerte. In particolare, l'art. 17 del Regolamento contempla due ipotesi di "esenzione totale" rispetto alla normativa tradizionale: si tratta degli ordini impartiti da investitori-persone fisiche di valore inferiore a cinquecento euro, se considerati singolarmente, ovvero mille euro complessivi in un anno, nonché degli ordini provenienti da investitori-persone giuridiche di valore inferiore a cinquemila euro, per singola operazione, ovvero diecimila euro riferiti all'intero anno<sup>28</sup>. L'investitore che dichiara di non

---

dell'articolo 196. Resta fermo quanto previsto dalle disposizioni della parte II, titolo IV, capo I, applicabili alle imprese di investimento, alle banche, alle SGR e alle società di gestione armonizzate».

<sup>25</sup> Lo prevede espressamente l'art. 17, comma sesto, Regolamento Consob.

<sup>26</sup> Così Regolamento Consob, p.4. Sulla MiFID e i suoi principi cfr., AA.VV., (a cura di L. Zitiello), *La MiFID in Italia*, Torino, ITA, 2009; AA.VV., (a cura di F. Del Bene), *Strumenti finanziari e regole MiFID*, Milano, , Ipsoa, 2009; E. GUERINONI, *La nuova disciplina dei contratti d'investimento*, Milano, Ipsoa, 2008; V. SANGIOVANNI, *L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la Mifid*, in *NDS*, 2010, 22, 64 ss.

<sup>27</sup> Così la Relazione sull'attività di analisi d'impatto della Regolamentazione (AIR) e sugli esiti della procedura di consultazione, p. 14, reperibile in internet al seguente indirizzo [www.consob.it](http://www.consob.it). Sul punto si pone una questione di ordine pratico in ordine a quale sia la banca che compilerà i moduli per la profilatura del cliente: dalle prime applicazioni risulta essere quasi sempre la stessa banca dell'investitore con ciò semplificando e, forse, riducendo i costi dell'operazione.

<sup>28</sup> A tal fine, prevede il comma quinto dell'art. 17 del Regolamento Consob, «il gestore acquisisce dall'investitore, con modalità che ne consentano la conservazione, un'attestazione con la quale lo stesso

aver superato questi limiti dovrà solo rispondere ad un questionario, predisposto dal portale per tutti gli investitori non professionali, che, come una sorta di “percorso ad ostacoli”, ha l’obiettivo di renderlo pienamente consapevole in ordine alle caratteristiche ed ai principali rischi connessi al tipo di investimento in *start up* innovative: la relativa risposta positiva è un passaggio obbligatorio per poter procedere nell’adesione alle singole offerte<sup>29</sup>. Nel caso degli ordini “sotto-soglia” questo sistema diviene l’unico strumento di consapevolezza per gli investitori.

Per contro, al di là di queste soglie le operazioni debbono reputarsi significative e pertanto saranno assoggettate ad un regime di protezione più “severo”, che prevede l’intervento obbligatorio, quantomeno nella fase di perfezionamento, di un gestore di diritto al fine di delineare il profilo del cliente.

D’altro canto, le banche e le imprese di investimento, previa comunicazione alla Consob della loro intenzione di operare in questi settori, possono gestire integralmente il processo di raccolta del capitale delle *start up* innovative, prescegliendo le concrete modalità di svolgimento della propria attività e graduando l’applicazione delle regole di condotta in ragione dei tipi di servizi di investimento che effettivamente presteranno nonché della tipologia di clientela<sup>30</sup>: non sembrano tuttavia godere della esenzione dalla disciplina di derivazione MiFID per gli ordini “sotto-soglia”. In ogni altro caso di investimenti di ammontare inferiore ai limiti individuati nel Regolamento, le banche e le imprese di investimento si limiteranno a curare la fase esecutiva degli ordini trasmessi dal gestore che rimane l’unico interlocutore dell’intermediario che riceve gli ordini<sup>31</sup>.

Si delinea, dunque, un approccio di vigilanza graduato e differenziato in relazione, da un lato, ai soggetti che gestiscono il portale, dall’altro, all’ammontare dell’investimento: tale impostazione ha il merito di favorire lo sviluppo del *business* delle *start up* innovative, non solo consentendo lo svolgimento di prestazioni riconducibili nell’alveo dei servizi e delle attività di investimento a soggetti diversi dalle imprese a ciò tradizionalmente autorizzate e, dunque, ampliando la dimensione potenziale del mercato dei gestori di portali, ma anche semplificando le modalità operative delle operazioni concernenti gli investimenti minimi attraverso la creazione di uno “scalino normativo incentivante”, senza tuttavia mai dimenticare di garantire che le tutele apprestate all’investitore siano sempre adeguate ad ogni singola offerta ed analoghe indipendentemente dalla natura giuridica del soggetto che gestisce il portale *online*.

La complessiva strategia, che emerge dai provvedimenti di natura primaria e secondaria, pare orientata principalmente alla predisposizione di adeguate misure a tutela degli investitori non professionali, affinché gli stessi possano assumere decisioni consapevoli in relazione alle caratteristiche di elevata rischiosità dell’investimento: come già sottolineato, si tratta infatti di imprese nuove,

---

dichiara di non aver superato, nell’anno solare di riferimento, le soglie previste dal comma 4. A tal fine rilevano gli importi degli investimenti effettivamente perfezionati per il tramite del portale al quale sono trasmessi gli ordini nonché di altri portali». Al fine poi di garantire l’ordinato svolgimento dell’offerta e, considerato il divieto per i gestori di detenere denaro e/o strumenti finanziari degli investitori, è stato introdotto l’obbligo in capo ai primi di assicurare che sia acceso presso la banca o l’impresa di investimento cui gli ordini verranno trasmessi un conto indisponibile intestato alla *start up* emittente, ove deve essere costituita la provvista necessaria al perfezionamento degli ordini stessi.

<sup>29</sup> V. art. 15, Regolamento Consob.

<sup>30</sup> Così chiarisce la Consob con propria comunicazione n. 0066128 del 1° agosto 2013, reperibile in internet al seguente indirizzo [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>31</sup> Questa fase non può infatti essere eliminata giacché è stabilita dalla normativa primaria. L’attività svolta dagli intermediari che ricevono ordini dai gestori di portali appare quantomeno integrare la prestazione di servizi di investimento di tipo esecutivo.

connotate da uno stretto collegamento con l'aleatorio settore delle tecnologie innovative, che non possono distribuire utili e che derogano, sotto vari profili, alla disciplina comune<sup>32</sup>.

La tutela dell'investitore *retail* rappresenta, dunque, un *leit-motiv* che traspare attraverso molti aspetti della disciplina: tuttavia, qualora l'investimento resti al di sotto di certi valori, opera un sistema di protezione "attenuato" per cui per la buona riuscita della relativa operazione sarà sufficiente che l'investitore non professionale comprenda, attraverso la compilazione di un questionario, le caratteristiche essenziali e i rischi principali connessi a qualsiasi investimento in *start up* innovative. Sotto questo profilo pare che il decreto, e poi più spiccatamente il Regolamento, abbiano inteso operare un'ulteriore esenzione dal diritto comune in favore delle *start up* innovative: in effetti la prassi dei Paesi, che già da qualche anno sperimentano questo canale di investimento, conferma che di norma le somme destinate al *crowdfunding* sono molto modeste, tali comunque da restare "sotto-soglia", giacché probabilmente rispetto a piccole somme l'avversione al rischio può trasformarsi in propensione con l'intervento della componente "divertimento".

La tutela dell'investitore "standardizzata" negli schemi classici così come l'esenzione totale da quelle regole paiono due facce di una stessa medaglia: l'obiettivo del legislatore di incentivare il fenomeno del *crowdfunding*.

Al fine di rendere più affidabili i gestori autorizzati e di avvicinare, sotto questo profilo, la tutela degli investitori a quella prevista dal TUF rispetto ai gestori istituzionali sono state introdotte severe regole che mirano ad assicurare un elevato standard etico-comportamentale. In questo senso, mutuando la ricca disciplina contenuta nelle vigenti disposizioni per le banche e le imprese di investimento, sono stati indicati specifici requisiti di onorabilità, legati per lo più all'insussistenza di condanne penali, che devono sussistere in capo a coloro che detengono il controllo della società che richiede l'iscrizione al registro dei gestori<sup>33</sup>; nell'ipotesi in cui il controllo sia esercitato per il tramite di una o più persone

<sup>32</sup> Così T. MARCELLI, *Il regolamento per l'equity crowdfunding, intervento al Convegno "Torino crowdfunding scenari ed applicazioni per finanziare progetti d'impresa"*, 12 aprile 2013.

<sup>33</sup> L'art. 8, Regolamento Consob, dispone che: «Ai fini dell'iscrizione nel registro e della permanenza nello stesso, coloro che detengono il controllo della società richiedente dichiarano sotto la propria responsabilità e con le modalità indicate nell'Allegato 1, di: a) non trovarsi in condizione di interdizione, inabilitazione ovvero di non aver subito una condanna ad una pena che comporti l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici ovvero l'incapacità ad esercitare uffici direttivi; b) non essere stati sottoposti a misure di prevenzione disposte dall'autorità giudiziaria ai sensi del decreto legislativo 6 settembre 2011, n. 159, salvi gli effetti della riabilitazione; c) non essere stati condannati con sentenza irrevocabile, salvi gli effetti della riabilitazione: 1) a pena detentiva per uno dei reati previsti dalle norme che disciplinano l'attività bancaria, finanziaria, mobiliare, assicurativa e dalle norme in materia di mercati, di valori mobiliari e di strumenti di pagamento; 2) a pena detentiva per uno dei reati previsti nel titolo XI del libro V del codice civile e nel regio decreto 16 marzo 1942, n. 267; 3) alla reclusione per un tempo non inferiore a un anno per un delitto contro la pubblica amministrazione, contro la fede pubblica, contro il patrimonio, contro l'ordine pubblico, contro l'economia pubblica ovvero per un delitto in materia tributaria; 4) alla reclusione per un tempo non inferiore a due anni per un qualunque delitto non colposo; d) non essere stati condannati a una delle pene indicate alla lettera c) con sentenza che applica la pena su richiesta delle parti, salvo il caso di estinzione del reato». L'art. 10, Regolamento Consob, precisa che la perdita dei requisiti di onorabilità, in capo ai soggetti che detengono il controllo ovvero che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, comporta la cancellazione del gestore dal registro, a meno che tali requisiti non siano ricostituiti entro due mesi: in tal maniera si evita che la perdita dei requisiti si ripercuota negativamente sull'operatività del gestore, comportandone la cancellazione immediata dal registro. L'art. 11, Regolamento Consob, prevede la sospensione dalla carica dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nei

giuridiche, i requisiti dovranno ricorrere per gli amministratori e il direttore generale, ovvero per i soggetti che ricoprono cariche equivalenti, nonché per le persone fisiche che controllano tali persone giuridiche<sup>34</sup>.

D'altro canto, i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo di un gestore, oltre al rispetto dei criteri di onorabilità, devono rispondere a determinati parametri di professionalità e competenza. In questo senso, saranno scelti tra coloro che hanno maturato un'esperienza complessiva di almeno un biennio nell'esercizio di attività di amministrazione e controllo ovvero compiti direttivi presso imprese, attività professionali in materia attinente al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo, attività di insegnamento universitario in materie giuridiche o economiche, infine funzioni amministrative o dirigenziali presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo ovvero presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni, di altri settori, ma con funzioni che comportino la gestione di risorse economico-finanziarie.

In relazione alle competenze che devono sussistere in capo ai soggetti collocati ai vertici del gestore, il legislatore ha, dunque, ritenuto di privilegiare l'aspetto di valutazione economico-finanziaria, piuttosto che la capacità di entrare nel merito dei contenuti tecnologico-innovativi<sup>35</sup>, riproponendo, peraltro, schemi già noti nell'ambito degli intermediari che operano nei mercati finanziari.

Tuttavia, in sede di redazione del testo definitivo del Regolamento, è stata inserita una precisazione importante sotto il profilo sopra richiamato: possono, infatti, far parte dell'organo che svolge funzioni di amministrazione, seppure in ruoli non esecutivi, anche soggetti che abbiano maturato una comprovata esperienza lavorativa, di insegnamento ovvero di ricerca, per almeno un biennio, nei settori industriale, informatico o tecnico-scientifico, a elevato contenuto innovativo, purché la maggioranza dei componenti possieda i requisiti più "tradizionali". Questo ampliamento dei requisiti di professionalità, auspicato da molti di coloro che hanno partecipato alla fase di consultazione, rafforza la capacità del gestore permettendogli una valutazione più approfondita anche dei frequenti aspetti tecnici e informatici dei progetti imprenditoriali nell'ambito delle *start up* innovative e, nel contempo, migliora il livello di protezione di coloro che investono nel *business* innovativo.

Delineati i soggetti e i loro requisiti, una sezione del Regolamento è dedicata alle regole di condotta che i gestori di portali iscritti al registro devono rispettare nel rapporto con gli investitori. Il legislatore secondario, in stretta aderenza alla delega, ha dunque optato per l'applicazione di regole differenti tra i gestori di diritto e quelli da autorizzare: sono state così introdotti dei modelli di comportamento peculiari per i secondi seppure in linea con la disciplina che tipicamente interviene nella definizione dei rapporti in materia di servizi finanziari. Alla luce della rischiosità dell'investimento, l'obiettivo resta, infatti, la tutela dell'investitore, soprattutto *retail*, contraente più debole, e l'attenuazione del *gap* informativo esistente tra le parti del negozio.

In questa prospettiva, il gestore deve operare «con diligenza, correttezza e trasparenza evitando che gli eventuali conflitti di interesse che potrebbero insorgere nello svolgimento dell'attività di gestione di portali incidano negativamente sugli interessi degli investitori e degli emittenti e assicurando la parità

---

seguenti casi: «a) condanna con sentenza non definitiva per uno dei reati previsti dall'articolo 8, comma 1, lettera c); b) applicazione su richiesta delle parti di una delle pene previste dall'articolo 8, comma 1, lettera c), con sentenza non definitiva; c) applicazione provvisoria di una delle misure previste dagli articoli 67 e 76, comma 8 del decreto legislativo 6 settembre 2011, n. 159; d) applicazione di una misura cautelare di tipo personale».

<sup>34</sup> Sulla nozione di "controllo" si segnalano le interessanti osservazioni di M. L. VITALI, (nt. 8), 388.

<sup>35</sup> Così si legge nel commento all'art. 10, Regolamento Consob.

di trattamento dei destinatari delle offerte che si trovino in identiche condizioni»<sup>36</sup>: si tratta di una formula ridondante che pare ispirarsi ai principi comuni del diritto in materia di contratti, peraltro similmente enunciati nell'art. 21 t.u.f..

In questo contesto, il gestore rende disponibili, in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni, tutte le informazioni riguardanti l'offerta che gli sono state fornite "a monte" dall'emittente: la relativa responsabilità per le informazioni pare da attribuire esclusivamente all'emittente<sup>37</sup>. Nella medesima direzione, il gestore deve sempre richiamare l'attenzione degli investitori sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità; egli non può diffondere notizie incoerenti rispetto a quelle pubblicate sul portale e deve astenersi dal formulare raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte atte ad influenzare l'andamento delle adesioni alle medesime.

È stato dunque introdotto un "set" di obblighi informativi a carico del gestore, declinato tenendo in particolare riguardo le implicazioni derivanti dall'uso dei mezzi tecnologici e della rete *internet*. La tutela dell'investitore è costruita su tre diversi livelli di informativa a cui lo stesso ha diritto di accedere prima di aderire alle singole offerte: si tratta delle informazioni concernenti la natura dell'attività svolta dal portale, le caratteristiche dell'investimento in *start up* innovative e la relativa rischiosità, i connotati peculiari di ciascuna offerta<sup>38</sup>.

Con riferimento alle peculiari informazioni in ordine all'investimento in *start up* innovative il gestore deve sottolineare il rischio di perdita dell'intero capitale versato e di illiquidità, il divieto di distribuzione degli utili, la temporaneità dei benefici fiscali, le deroghe al diritto societario e fallimentare, i contenuti tipici del *business plan* ed, infine, la possibilità di esercitare il diritto di recesso.

In relazione a ciascuna offerta il gestore pubblica le "informazioni chiave" che potrebbero essere utili per orientare le scelte dei potenziali investitori<sup>39</sup>. In merito, si precisa, molto giustamente a

---

<sup>36</sup> Così dispone l'art. 13, primo comma, Regolamento Consob.

<sup>37</sup> Così si legge nella parte II degli Esiti della consultazione, valutazioni *sub* art. 13, reperibile in internet al seguente indirizzo [www.consob.it](http://www.consob.it). In questo senso, nell'allegato n. 3 al Regolamento si legge che «il gestore assicura che per ciascuna offerta sia preliminarmente riportata con evidenza grafica la seguente avvertenza: "Le informazioni sull'offerta non sono sottoposte ad approvazione da parte della Consob. L'emittente è l'esclusivo responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni dallo stesso fornite. Si richiama inoltre l'attenzione dell'investitore che l'investimento in strumenti finanziari emessi da *start-up* innovative è illiquido e connotato da un rischio molto alto"». Sul tema v. U. PIATTELLI, (nt. 7), 78, secondo cui sembra difficile poter definire i termini dell'obbligo di "correttezza e completezza", di cui all'art. 13, comma secondo, in assenza di una minima attività di verifica da parte del gestore; ma anche ove il gestore decidesse di procedere in tal senso, sarà difficile stabilire *a priori* se il suo operato sia stato supportato da un'attività di analisi e verifica sufficiente.

<sup>38</sup> Tutte queste informazioni, è espressamente previsto, che possano essere fornite anche mediante l'utilizzo di tecniche multimediali: ciò risulta quanto mai opportuno considerato che le offerte, oggetto della presente disciplina, si svolgono esclusivamente tramite portali *online*. Le informazioni, inoltre, debbono essere costantemente aggiornate e devono essere accessibili per i dodici mesi successivi alla chiusura delle offerte e rese disponibili a coloro che ne facciano richiesta per un periodo di cinque anni dalla data di chiusura dell'offerta.

<sup>39</sup> In questo senso, sono state ritenute essenziali le informazioni relative alle condizioni generali dell'offerta, ivi inclusa l'indicazione dei destinatari, di eventuali clausole di efficacia e di revocabilità delle adesioni; le informazioni sulla quota già sottoscritta da parte degli investitori professionali o delle altre categorie di investitori, con indicazione della relativa identità di questi ultimi; l'indicazione di eventuali costi o commissioni posti a carico dell'investitore, ivi incluse le eventuali spese per la successiva trasmissione degli ordini a banche e imprese di investimento; indicazione delle banche e delle imprese di investimento cui

giudizio di chi scrive, che le informazioni relative all'offerta devono essere facilmente comprensibili da un investitore *ragionevole* e devono essere fornite mediante «l'utilizzo di un linguaggio *non tecnico o gergale, chiaro, conciso*, ricorrendo, laddove possibile, all'utilizzo di termini del *linguaggio comune*, (...)», sono altresì rappresentate in modo da consentire la comparabilità delle offerte svolte tramite portale. La presentazione e la struttura del documento devono agevolare la lettura da parte degli investitori, anche attraverso la scrittura in caratteri di dimensione leggibile; tale documento è di lunghezza non superiore a cinque pagine in formato A4 (...)»<sup>40</sup>. Si tratta di una precisazione più che mai dettagliata che lascia un esiguo raggio d'azione all'emittente ed al gestore e rappresenta un significativo punto a favore della tutela dei piccoli investitori e forse, su di un piano più generale, potrà essere utile agli interpreti nel settore dei contratti dei consumatori.

Avuto riguardo alle specificità caratterizzanti l'operatività in *equity crowdfunding*, il peculiare pacchetto normativo inerente gli obblighi informativi introdotti dal recente Regolamento per i gestori autorizzati dovrà essere tenuto nella debita considerazione anche dai gestori tradizionali nell'ambito dell'attività di *disclosure* resa agli investitori<sup>41</sup>.

Sul corretto comportamento e sull'adempimento degli obblighi informativi del gestore del portale vigila la Consob, a cui il primo deve trasmettere periodicamente dati e notizie di varia natura oltre ad una relazione annuale sull'attività svolta.

In questa prospettiva, la sezione del regolamento dedicata alla gestione dei portali viene completata con le previsioni relative ai provvedimenti cautelari sanzionatori che spettano all'ente deputato al controllo sui soggetti iscritti al registro. Sul punto pare interessante la possibilità concessa alla Consob di sospendere l'attività del gestore, per un periodo massimo di novanta giorni, qualora sussistano elementi che facciano presumere l'esistenza di gravi violazioni e vi sia la necessità ed urgenza di intervenire: la disposizione rafforza la tutela dell'investitore, assicurando una tempestiva azione "cautelare" dell'organismo di vigilanza al fine di bloccare pratiche non corrette attuate dal gestore. La

---

saranno trasmessi gli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta; descrizione delle modalità e della tempistica di pubblicazione delle informazioni sullo stato delle adesioni all'offerta indicazione delle banche e delle imprese di investimento cui saranno trasmessi gli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta e descrizione delle modalità e della tempistica per l'esecuzione dei medesimi; termini e condizioni per il pagamento e l'assegnazione/consegna degli strumenti finanziari sottoscritti; le informazioni in merito alle modalità di restituzione dei fondi nei casi di legittimo esercizio dei diritti di recesso o di revoca, nonché nel caso di mancato perfezionamento dell'offerta; le informazioni sui conflitti di interesse connessi all'offerta, ivi inclusi quelli derivanti dai rapporti intercorrenti tra l'emittente e il gestore del portale, coloro che ne detengono il controllo, i soggetti che svolgono funzioni di direzione, amministrazione e controllo nonché gli investitori professionali che hanno sottoscritto la quota degli strumenti finanziari ad essi riservata; le informazioni sullo svolgimento da parte dell'emittente di offerte aventi il medesimo oggetto su altri portali; la legge applicabile ed il foro competente; la lingua o le lingue in cui sono comunicate le informazioni relative all'offerta (Allegato 3 Regolamento Consob). L'art. 16, Regolamento Consob, segnala ulteriori informazioni da fornire all'investitore: in particolare si tratta di quelle alla periodicità e alle modalità con cui verranno fornite le informazioni sullo stato delle adesioni, all'ammontare sottoscritto e al numero di aderenti; al diritto di revoca dell'adesione da parte degli investitore non professionale quando tra il momento dell'adesione all'offerta e quello in cui la stessa è stata definitivamente chiusa sopravvenga un fatto nuovo ovvero sia rilevato un errore materiale in ordine alle informazioni esposte sul portale; gli elementi identificativi delle banche e delle imprese di investimento che curano il perfezionamento degli ordini.

<sup>40</sup> Così si legge nell'allegato 3 al Regolamento.

<sup>41</sup> Così si legge nella Comunicazione Consob, (nt. 30).

violazione delle regole di condotta da parte dello stesso può altresì comportarne la sospensione per un periodo che va da uno a quattro mesi. Sono state altresì introdotte alcune ipotesi di radiazione dal registro redatte secondo lo schema delle analoghe previsioni contenute nel Regolamento Intermediari ma tenendo conto delle caratteristiche peculiari del *crowdfunding*<sup>42</sup>.

Dal canto loro gli investitori *retail* devono prendere visione della sezione “*investor education*” predisposta dai gestori, nonché rispondere ad un questionario comprovante la piena comprensione delle caratteristiche essenziali e dei rischi principali connessi all’investimento in *start up* innovative e dichiarare di essere in grado di sostenere economicamente l’eventuale relativa intera perdita al fine di poter procedere nell’adesione alle singole offerte.

In questa cornice, il regolamento introduce due ulteriori strumenti a tutela dell’investitore che pare aver mutuato dal TUF nonché dal Codice del Consumo.

Il primo strumento di protezione sorge tra il momento di adesione all’offerta e quello in cui essa è definitivamente chiusa, qualora sopravvenga un fatto nuovo ovvero venga rilevato un errore materiale in ordine alle informazioni presentate sul sito web, idonei ad influire sulla decisione di investimento, i soli investitori non professionali hanno il diritto di revocare la loro adesione. Questo diritto può essere esercitato esclusivamente entro il termine di sette giorni dalla data in cui le nuove informazioni sono state portate a conoscenza degli investitori<sup>43</sup>: la limitazione temporale per l’esercizio della revoca è posta a tutela della *start up* al fine di ridurre le situazioni di incertezza in ordine al numero di adesioni all’offerta. La previsione rievoca, seppure con una formula più ampia, quella prevista per la normale sollecitazione del pubblico risparmio, qualora mutino le informazioni ovvero le condizioni inizialmente riportate nel prospetto informativo (art. 95 *bis* t.u.f.).

D’altro canto, con una modifica dell’ultima ora, ma sulle orme della schema-tipo dei contratti a distanza, la Consob impone alla piattaforma di assicurare agli investitori non professionali il “rituale” diritto di recesso, senza alcuna spesa, tramite comunicazione rivolta al gestore entro sette giorni decorrenti dalla data dell’ordine di adesione. Si tratta di un diritto di recesso dal contratto di investimento *ad nutum*, molto simile a quello previsto dal Codice del Consumo, che ha la funzione di

---

<sup>42</sup> L’art. 23, primo comma, prevede la radiazione dal registro in caso di « 1) svolgimento di attività di facilitazione della raccolta di capitale di rischio in assenza delle condizioni indicate dall’articolo 24 (previsione nell’atto costitutivo dell’emittente del diritto di recesso o di co-vendita, nonché la pubblicazione dei patti parasociali sul sito dell’emittente) ovvero per conto di società diverse dalle *start up* innovative, comprese le *start up* a vocazione sociale, come definite dall’articolo 25, commi 2 e 4 del decreto; 2) contraffazione della firma dell’investitore su modulistica contrattuale o altra documentazione informatica ovvero analogica; 3) acquisizione, anche temporanea, della disponibilità di somme di denaro ovvero detenzione di strumenti finanziari di pertinenza di terzi; 4) comunicazione o trasmissione all’investitore o alla Consob di informazioni o documenti non rispondenti al vero; 5) trasmissione a banche e imprese di investimento di ordini riguardanti la sottoscrizione di strumenti finanziari non autorizzati dall’investitore; 6) mancata comunicazione a banche e imprese di investimento dell’avvenuto esercizio, da parte dell’investitore, del diritto di recesso, ai sensi dell’articolo 13, comma 5, o di revoca, ai sensi dell’articolo 25; 7) reiterazione dei comportamenti che hanno dato luogo a un provvedimento di sospensione adottato ai sensi della lettera a); 7) ogni altra violazione di specifiche regole di condotta connotata da particolare gravità».

<sup>43</sup> V. art. 25, Regolamento Consob.

proteggere l'investitore da un'operazione non sufficientemente ponderata per l'allettante velocità con cui si può operare via internet nonché la facilità di accesso al mezzo di investimento<sup>44</sup>.

Si passa, infine, all'analisi delle modalità operative e si osserva che, tra le disposizioni comuni per l'appello al pubblico risparmio, è stato inserito l'art. 100 *ter* rubricato "offerte attraverso portali per la raccolta di capitali": la disposizione pare voler coordinare la normativa in materia di offerte al pubblico di prodotti finanziari con quelle condotte mediante i portali per la raccolta di capitali. Queste ultime si caratterizzano per la tipicità dell'oggetto che è rappresentato, esclusivamente, dalle azioni o quote emesse dalle *start up* innovative<sup>45</sup>.

Con riguardo alla disciplina delle offerte al pubblico attraverso portali, la Consob è chiamata ad assicurare la sottoscrizione da parte di investitori professionali o particolari categorie di investitori di una quota di strumenti finanziari; deve inoltre tutelare gli investitori *retail* nel caso in cui i soci di controllo cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta.

Sotto il primo profilo, viene sancito che ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale il gestore ha l'onere di verificare che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti venga sottoscritta da investitori professionali ovvero da altre "categorie particolari di investitori", individuate in fondazioni bancarie, incubatori di *start up* innovative, nonché clienti professionali privati e pubblici di diritto<sup>46</sup>. Restano esclusi sia i clienti professionali su richiesta (e cioè le persone fisiche per le quali siano

---

<sup>44</sup> In questo senso v. A.M. LERRO, *Equity crowdfunding: il regolamento in Gazzetta Ufficiale*, reperibile in internet al seguente indirizzo [www.altalex.it](http://www.altalex.it).

<sup>45</sup> L'art. 100 *ter* t.u.f. precisa che le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali devono avere un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell'art. 100, comma primo, lett. c), t.u.f. ovvero cinque milioni di euro, come previsto dall'art. 34 *ter* lett (c) del Regolamento di attuazione del t.u.f., concernente la disciplina degli emittenti, adottato con delibera della Consob n. 11971 del 14/5/1999, come successivamente integrato e modificato. A tal proposito si registra un interessante differenza tra il *JOBS Act* e la normativa italiana: la prima non prevede limiti all'investimento in prodotti finanziari offerti per il tramite di piattaforme *web* parametrati al reddito degli investitori.

<sup>46</sup> Mentre due categorie di investitori (fondazioni bancarie ed incubatori certificati), sono sufficientemente delineate, è opportuno chiarire chi siano gli investitori professionali cui fa riferimento il Regolamento. Gli investitori professionali che qui rilevano sono quelli definiti dall'art. 1 lettera j) «investitori professionali»: i clienti professionali privati di diritto, individuati nell'Allegato n. 3, al punto I, del Regolamento Consob in materia di intermediari, adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche, nonché i clienti professionali pubblici di diritto di cui all'art. 2 del d.m. 11 novembre 2011 n. 236 emanato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze. Mentre i clienti professionali pubblici di diritto, menzionati dalla norma richiamata, sono solo il Governo e la Banca d'Italia, i clienti privati di diritto individuati sono: (1) i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri quali: a) banche; b) imprese di investimento; c) altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati; d) imprese di assicurazione; e) organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi; f) fondi pensione e società di gestione di tali fondi; g) i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci; h) soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (*locals*); i) altri investitori istituzionali; l) agenti di cambio; (2) le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali:

- totale di bilancio: 20.000.000,00 euro,
- fatturato netto: 40.000.000,00 euro,
- fondi propri: 2.000.000,00 euro.

stati accertati il possesso di specifiche competenze ed esperienza in tema di operazioni finanziarie) poiché l'accertamento dello *status* dichiarato avrebbe dovuto essere rimesso a soggetti diversi dagli intermediari, *id est* ai gestori autorizzati ovvero alle stesse *start up*; sia i c.d. *business angels* e *venture capitalist*, ovvero i soggetti che appaiono essere naturalmente più interessati ad investire in *start up* innovative in quanto dotati delle necessarie competenze per valutare un'iniziativa imprenditoriale *in fieri*<sup>47</sup>: forse, rispetto a queste ultime due categorie si è persa una buona occasione per introdurre nel nostro ordinamento una definizione certa e condivisa.

La percentuale di investimento, fissata nella misura del 5% coerente con quanto era emerso durante l'indagine conoscitiva, è una condizione di efficacia dell'offerta secondo quanto è stato stabilito all'esito delle consultazioni: è dunque mutato il *timing* d'ingresso dell'investitore "professionale"<sup>48</sup>. A favore di questa soluzione, si è osservato che si riduce il rischio di ostacolare la raccolta, consentendo nel contempo una maggiore apertura alla concorrenza: la "bontà" del progetto è rimessa al *placet* della rete<sup>49</sup>. D'altro canto, per gli investitori *retail* viene meno l'opportunità, da un lato, di conoscere, *ex ante*, l'identità dell'investitore professionale, che dovrebbe svolgere una funzione di garanzia in ordine alla affidabilità dell'iniziativa promossa dalla *start up* innovativa, dall'altro, di stimare la redditività e la rischiosità del progetto proposto sul portale, attraverso l'attività di preventiva valutazione dello stesso condotta, con competenza e mezzi adeguati, da soggetti esperti del settore<sup>50</sup>. Questa interpretazione, tuttavia, pareva giustificata solo per quelle tipologie di enti con una specifica esperienza in materia di innovazione tecnologica, e quindi di *start up* innovative: in questa direzione, certamente si pongono gli incubatori certificati che hanno come oggetto esclusivo l'assunzione di partecipazioni temporanee al capitale di rischio di piccole imprese costituite in forma di società di capitali.

Pare curioso il fatto che in un sistema di raccolta di capitali, che si propone alternativo ai canali istituzionali di finanziamento, sia previsto l'obbligo di partecipazione, anche, tra gli altri, di un investitore professionale esponente del mondo bancario<sup>51</sup>: questo requisito riduce in modo consistente le caratteristiche di democraticità del *crowdfunding*, che rischia, viceversa, di diventare uno strumento

---

(3) gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie. La definizione corrisponde sostanzialmente a quella di investitori professionali privati di diritto, contenuta nell'Allegato 2 della Direttiva MIFID (2004/39/CE), mentre risulta più circoscritto il novero degli investitori pubblici. Stranamente non sono stati inclusi gli investitori professionali su domanda.

<sup>47</sup> Seppure infatti essi sono normalmente orientati verso operazioni di maggior valore, pare ipotizzabile una loro adesione a queste iniziative in qualità di investitori *sponsor*.

<sup>48</sup> Nella bozza del Regolamento, infatti, la sottoscrizione dell'investitore professionale era una condizione di ammissione dell'offerta sul portale

<sup>49</sup> Si crea un sistema di "feed back implicito" sulla realizzabilità del progetto.

<sup>50</sup> Così Esiti della consultazione, (37), 71, ove si precisa che le risposte al questionario in fase di pre-consultazione hanno evidenziato come il 41% dei rispondenti non consideri il "co-investimento" degli investitori professionali uno strumento in grado di fornire adeguate garanzie sull'affidabilità della *start up* innovativa.

<sup>51</sup> Sul punto cfr. U. PIATTELLI, (nt. 7), 88, che afferma: «non si comprende perché investitori professionali e fondazioni bancarie dovrebbero essere interessati ad investire in siffatte entità che, per le dimensioni delle relative offerte, sono nella migliore delle ipotesi, oggetto dell'attenzione di fondi di *Venture Capital* o di *Business Angels*»: in ogni caso, l'attuale previsione implica il fallimento dell'offerta se non si trova l'investitore professionale disposto a sottoscrivere il 5% «con buona pace dello spirito sul quale si basa il modello di raccolta di fondi attuato attraverso il *crowdfunding*»: in quest'ottica l'Autore ridefinisce, in modo provocatorio, il fenomeno con l'allusivo "*crowdbanking*".

alternativo per le banche<sup>52</sup>. Sicché, si rischia di ottenere l'effetto contrario: riservare il nuovo *business* alle banche piuttosto che concedere a tutti la possibilità di aprire un portale, svuotando di significato la "proclamata" vocazione sociale. Peraltro nulla vieterebbe alle banche di rivendere le quote il giorno successivo alla sottoscrizione a dei promotori: in effetti la proposta, formulata in sede di consultazioni, di inserire un *lock-up* a carico degli investitori qualificati di durata pari almeno a quello previsto per gli azionisti di controllo non trova riscontri nella delega legislativa. Tuttavia, un incentivo al mantenimento delle partecipazioni per i primi due anni potrebbe derivare dalle disposizioni relative alla decadenza dai benefici fiscali di cui al Decreto crescita *bis*<sup>53</sup>.

L'obbligo di sottoscrizione da parte di investitori istituzionali implica anche il rischio che i progetti imprenditoriali di più modesto rilievo economico difficilmente potranno trovare spazio nel nuovo ambiente regolatorio.

Ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale e nell'ottica di tutelare gli investitori rispetto alle dinamiche del gruppo di comando della compagine sociale, il gestore deve verificare che siano stati introdotti, nello statuto ovvero nell'atto costitutivo dell'emittente, da un lato, il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni, nonché le modalità e condizioni di esercizio, qualora i soci di controllo trasferiscano le relative partecipazioni a terzi, dall'altro la comunicazione alla società nonché la pubblicazione dei patti parasociali sul sito internet dell'emittente.

Sotto il primo profilo, si precisa che il diritto di recesso ovvero quello di co-vendita sono riconosciuti per il periodo in cui sussistono i requisiti di "start up innovativa" e, in ogni caso, per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta: così i soci fondatori non dovrebbero incappare nella tentazione di rinunciare allo *status* di *start up* innovativa pur di vendere il *business* alle spalle dei *crowdfunder*<sup>54</sup>.

Anche in questo caso ci troviamo di fronte ad una scelta legislativa a tutela del contraente debole a cui viene garantita una *way out* al verificarsi di una situazione potenzialmente dannosa, concedendo la possibilità di inserire clausole convenzionali di recesso ovvero di "tag along", che impongono al socio di maggioranza di vendere, insieme alla sua quota e alle medesime condizioni, anche quella del socio di minoranza allo scopo di evitare pregiudizi agli investitori dinnanzi ad una importante mutazione nella compagine sociale. D'altro canto, secondo gli schemi tradizionali, il diritto di recesso viene concesso di fronte ad ipotesi gravi: in questo senso, l'uscita dei soci di controllo è ritenuta particolarmente rilevante, atteso che si discute di uno specifico tipo di società, focalizzato sulla capacità di generare innovazione tecnologica, caratteristica generalmente legata alle persone fisiche<sup>55</sup>.

In ogni caso, la disposizione dimostra la volontà del legislatore di tutelare la fiducia che gli investitori ripongono nei soci originari della *start up* innovativa poiché, spesso, rivestono un ruolo strategico nel successo dell'iniziativa<sup>56</sup>.

---

<sup>52</sup> Si collocano in posizione critica rispetto alla previsione la maggior parte degli autori cfr. E. GIRINO, (nt. 8), 82; G. NUNZIANTE, (nt. 8), 5 e 8; A. LAUDONIO, (nt. 8), 26; M.L. VITALI, (nt. 8), 399; G. DETTORI, *Startup innovative e raccolta di capitale online: gli aggiornamenti sulla Legge Sviluppo 2.0*, 6 maggio 2013, reperibile in internet al seguente indirizzo [www.chefuturo.it](http://www.chefuturo.it).

<sup>53</sup> Tali benefici decadono in caso di cessione, anche parziale dell'investimento entro i primi due anni dalla sottoscrizione comportando l'obbligo di restituzione dell'importo detratto dall'imposta ovvero la ripresa a tassazione dell'importo dedotto dal reddito imponibile, unitamente agli interessi legali. Così Esiti della consultazione, (nt. 37), 73.

<sup>54</sup> Così A.M. LERRO, (nt. 44).

<sup>55</sup> Sul punto v. I. CAPELLI, (nt. 8), 14 ss, ove l'a. svolge un'accurata riflessione sul tema ed in particolare sui criteri adottabili per la valutazione delle partecipazioni in caso di disinvestimento del *crowdfunder*, considerata l'oggettiva difficoltà di individuare un valore di mercato delle stesse.

<sup>56</sup> In questo senso, v. L. M. VITALI, (nt. 8), 397.

#### 4. Profili operativi ed eventuali lacune della disciplina.

L'analisi, dal sapore necessariamente informativo, delle recenti norme, primarie e secondarie, non offre soluzioni in ordine ad alcuni profili applicativi, ed anzi solleva problematiche nuove in sede ermeneutica.

In primo luogo, occorre mettere a fuoco la scena ed individuare i protagonisti e i relativi ruoli: per ogni operazione di *equity crowdfunding* intervengono una società emittente, *start up* innovativa, ed un finanziatore, che si incontrano virtualmente su di una piattaforma organizzata da un gestore di portali. La piattaforma è la “vetrina *online*” attraverso la quale, come si deduce dalla rubrica del nuovo art. 50 *quinquies* t.u.f., l'emittente offre agli investitori «strumenti di capitale di rischio», *i.e.* azioni o quote eventualmente fornite di diritti particolari nella logica dei finanziamenti, con l'esclusione pertanto della possibilità di offrire strumenti di debito ovvero “ibridi” non rappresentativi del capitale: scelta quest'ultima che potrebbe allontanare dal *crowdfunding* quei potenziali investitori con portafogli finanziari che non contemplano prodotti ad alto rischio e, ma solo eventuale, alta crescita<sup>57</sup>.

La piattaforma pare svolgere un ruolo cruciale: in questo senso aiuta, da un lato, gli investitori a selezionare i settori e le società di interesse e a reperire, velocemente, informazioni sul progetto imprenditoriale per comprenderne caratteristiche e rischi, dall'altro, le *start up* a promuovere la loro crescita favorendo il contatto diretto con i privati interessati ad investire in quelle.

Le offerte vengono pubblicate sul sito del portale attraverso apposite schede informative redatte secondo il modello fornito nel Regolamento Consob e possono essere presentate anche con strumenti multimediali tramite immagini, video e “*pitch*”, si tratta di presentazioni che descrivono la società, la sua idea di *business*, i soci fondatori e i piani che intendono perseguire: giacché la scelta di investire in *start up* innovative si basa, prevalentemente, su di un approccio di tipo emozionale, piuttosto che su ragionamenti economici e razionali, queste modalità, certamente, risultano più efficaci<sup>58</sup>.

Le proposte *online* di strumenti finanziari costituiscono offerte speciali a cui si applicano le regole stabilite dalla legge e dal recente regolamento Consob<sup>59</sup>: possano essere inquadrate come offerte

---

<sup>57</sup> Sul punto, si segnalano le suggestive riflessioni di M.L. VITALI, (nt. 8), 393 secondo cui non può escludersi che gli strumenti partecipativi presentino caratteristiche tali da poter essere qualificati come rappresentativi del “capitale di rischio” così soddisfacendo la definizione contenuta nel Regolamento: «tale caratteristica dipende, in definitiva, dalla concreta modulazione dello strumento e, in particolare, dalla tipologia di diritti che vengono ad essi riconosciuti». Calando queste valutazioni nel contesto del *crowdfunding* l'a. giustifica una forzatura del dato letterale osservando, tra l'altro, che «le finalità che si è posto il legislatore di incentivare la raccolta di risorse finanziarie e di perseguire il c.d. *work for equity* attraverso la previsione che consente anche alle società a responsabilità limitata rientranti nel novero delle *start up* innovative di emettere strumenti finanziari partecipativi, sarebbero inevitabilmente frustrate se tale raccolta potesse avere ad oggetto solamente le azioni o le quote rappresentative del capitale sociale».

<sup>58</sup> Così si legge nella guida “*Equity crowdfunding...Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una start-up innovativa tramite portali on-line*”, con questo documento la Consob si propone di innalzare le “difese immunitarie” dei piccoli risparmiatori che intendono avvalersi di questo nuovo strumento per la raccolta di fondi, reperibile in internet al seguente indirizzo [www.consob.it](http://www.consob.it). Sul tema v. U. PIATTELLI, (nt. 7), 100, che sottolinea la funzione del gestore di selezione dei progetti di investimento da pubblicizzare, ovvero compie una prima scelta destinata a riverberare i propri effetti sugli investitori: in tal guisa, il *rating* di gradimento del portale sarà dato dalla percentuale di progetti completati con successo rispetto al numero complessivo dei presentati.

<sup>59</sup> In particolare, esse non possono superare la somma di cinque milioni di euro, possono essere trattate solo da portali gestiti da soggetti iscritti ovvero annotati nel Registro della Consob, vanno a buon fine solo se il 5% del loro ammontare è sottoscritto da un investitore professionale, possono avere ad oggetto solo

al pubblico - in quanto sulla piattaforma dovrebbero infatti essere pubblicati tutti gli elementi essenziali del contratto - svolte dalle società emittenti per il tramite del portale. Come si è già sottolineato, la responsabilità rispetto alle informazioni fornite dalla piattaforma agli investitori pare far capo esclusivamente alla *start up* innovativa.

Sotto il profilo prettamente societario, alla luce del modello tracciato dal legislatore, si delinea, in seguito al finanziamento erogato dalla folla, un'ipotesi di aumento del capitale sociale a pagamento. Il finanziamento, in effetti, avviene a fronte dell'assegnazione agli investitori di quote o azioni fornite, presumibilmente, di diritti particolari che rendano "desiderabile" l'investimento: si tratta di un modello di *equity based crowdfunding* che determina un aumento "reale" del capitale sociale. La prospettiva perseguita dal finanziatore, seppure forse spinto da un impulso più emotivo che razionale verso l'iniziativa imprenditoriale proveniente dal *web*, è quella tradizionale di ottenere un rendimento che si realizza sotto forma di partecipazione societaria.

Risulta, dunque, opportuno volgere lo sguardo alle norme procedurali dedicate alla fattispecie dell'aumento del capitale sociale, peraltro non dissimili nelle s.p.a. e nelle s.r.l., al fine di stabilire l'innesto di questa particolare ipotesi su quelle<sup>60</sup>.

In questo contesto, pare che il diritto di opzione ovvero di sottoscrizione, rispettivamente delle azioni o quote, che sorge in sede di aumento del capitale, potrebbe venir meno per un fattore di "selezione naturale", nel senso che i soci potrebbero non essere così interessati al "peso" della loro partecipazione rispetto alla compagine sociale: si tratterà infatti, prevalentemente, di micro-conferimenti che non rischiano di subire un significativo effetto "diluizione" per l'entrata di nuovi soci. In questo senso, emerge un *identikit* dell'investitore-tipo come di un socio "assente", mero-investitore, che probabilmente prediligerà l'assegnazione di categorie di quote o azioni privilegiate sotto il profilo patrimoniale più che amministrativo<sup>61</sup>. A tal proposito, si osserva che comunque l'aumento dovrà seguire la disciplina comune e rispecchiare la struttura finanziaria della società affinché sorga il diritto di opzione per coloro che siano già soci detentori di partecipazioni "speciali". In ogni caso, nell'ambito delle società a responsabilità limitata che, come già più volte detto, rappresentano il modello di elezione per la costituzione delle neo-*start up* innovative, è la legge che espressamente prevede la possibilità, attraverso una clausola dell'atto costitutivo, di escludere il diritto di sottoscrizione, offrendo le quote di nuova emissione solo ai terzi: questa soluzione pare la più adeguata alla fattispecie in questione. Viceversa, nelle s.p.a. si può escludere il diritto di opzione quando l'interesse sociale lo esiga<sup>62</sup>: sarà dunque questa l'unica strada percorribile nel caso si volesse cercare tra il pubblico nuovi finanziamenti.

Per agevolare l'operazione di *crowdfunding*, sembra ragionevole immaginare che la delibera di aumento consenta espressamente che il capitale venga incrementato di un importo pari alle sottoscrizioni raccolte: si tratterà, dunque, di un aumento scindibile, ugualmente realizzabile nelle s.p.a. come nelle s.r.l.<sup>63</sup>.

Sorgono tuttavia evidenti problemi di coordinamento tra la disciplina dell'aumento e quella in esame: in effetti, la *start up* innovativa che "lancia" il *crowdfunding* ad una platea, potenzialmente, molto

---

strumenti finanziari rappresentativi del capitale di rischio e devono riconoscere il diritto di revoca agli investitori per i casi in cui intervengano cambiamenti significativi della situazione della *start up*.

<sup>60</sup> Sul tema dell'aumento del capitale sociale, per le s.p.a., v. CAGNASSO, *Le modifiche statutarie e il diritto di recesso*, in *Trattato Cottino*, volume quarto, Padova, Cedam, 2010, 970 ss.; per le s.r.l., v. CERRATO, *Aumenti di capitale e diritti del socio di s.r.l.*, in *Le nuove s.r.l.*, diretta da M. Sarale, Bologna, Zanichelli, 2008, 761 ss.

<sup>61</sup> Sul tema della struttura finanziaria delle *start up* innovative si rinvia a E. FREGONARA, (nt. 1), p. 70 ss.

<sup>62</sup> Sul tema v. O. CAGNASSO, (nt. 60), 989.

<sup>63</sup> La prassi operativa dimostra, tuttavia, che di norma le offerte decadono se non viene raggiunto il capitale richiesto. Sul punto cfr. A. LAUDONIO, (nt. 8), 26 in nota 64.

vasta di soggetti, non può sapere *a priori* quanto capitale verrà eventualmente raccolto e a quanto complessivamente ammonterà il valore dell'operazione.

In questa prospettiva, forse si potrebbero inquadrare i contributi del *crowd* quali versamenti in conto capitale per un futuro aumento ovvero versamento in conto aumento: con queste formule sono stati, tradizionalmente, identificati quegli apporti dei soci destinati a coprire un aumento di capitale già deliberato ma non ancora formalmente eseguito ovvero quei versamenti destinati ad un generico aumento collocato nel tempo a venire o prossimo a essere deliberato<sup>64</sup>. Quest'ultima ricostruzione, se riferita all'ipotesi dei finanziamenti da parte di terzi piuttosto che dei soci, pare la più adatta al caso di specie; e ciò è ancor più "calzante" se si considera che caratteristica peculiare di questi apporti risulta essere la sussistenza di un obbligo di restituzione a carico della società: i versamenti effettuati in previsione di un determinato aumento debbono essere dunque considerati risolutivamente condizionati alla mancata esecuzione di questo nei termini eventualmente fissati<sup>65</sup>.

Nel caso del *crowdfunding*, condizione di perfezionamento dell'operazione, come già ampiamente segnalato, è la sottoscrizione di almeno il 5% dell'offerta da un investitore "sponsor".

Sotto il profilo contabile, se risulta che i versamenti sono soggetti a condizione risolutiva, essi debbono essere trattati come finanziamenti ed apposti fra i debiti: a seconda dell'esito dell'operazione, la posta si consoliderà definitivamente nella voce "capitale", oppure (laddove l'aumento non sia stato eseguito e sorga un diritto alla restituzione) fra i debiti del passivo reale<sup>66</sup>.

Ulteriore problema nell'inquadramento giuridico della fattispecie è legato all'individuazione del momento e del luogo in cui si perfeziona il contratto tra l'investitore e la *start up* innovativa<sup>67</sup>: dall'adesione all'offerta all'effettivo possesso degli strumenti finanziari, e quindi dei relativi diritti, potrebbe trascorrere del tempo e talvolta, come detto, l'offerta potrebbe non andare a buon fine. La qualità di socio, pertanto, non si assume immediatamente con la sottoscrizione dell'ordine di adesione e l'esecuzione del bonifico *online* a favore del conto corrente indisponibile, intestato all'emittente e deputato a queste operazioni, bisognerà attendere il termine finale fissato per il *crowdfunding* e la successiva iscrizione della delibera di aumento del capitale sociale presso il registro delle imprese<sup>68</sup>.

In ogni caso, la delibera con cui si opta per la scindibilità dell'aumento potrà definire le condizioni di efficacia delle singole sottoscrizioni, prevedendo un'efficacia differita ovvero anche per *tranche*, in tal caso l'aumento verrebbe suddiviso in blocchi<sup>69</sup>.

D'altro canto, i versamenti provenienti dal "crowd" dovrebbero essere eseguiti in denaro e per intero in modo che le azioni o quote risultino sempre interamente liberate e la *start up* possa lanciare ulteriori offerte.

<sup>64</sup> Così S. CERRATO, (nt. 60), 763.

<sup>65</sup> Così ID, (nt. 60), 763.

<sup>66</sup> Così M. RUBINO DE RITIS, *Gli apporti spontanei in società di capitali*, Torino, Giappichelli, 2001, 134 ss.

<sup>67</sup> Analoghi problemi sono sorti nell'ambito della disciplina dei contratti di consumo via internet, v. G. DE NOVA, *Un contratto di consumo via Internet*, in *Contr.*, 1999, 113 ss., secondo cui partendo dal principio generale in base al quale al contratto risulta concluso nel luogo e al momento in cui il proponente ha notizia dell'accettazione della proposta, e considerato che la legge reputa inviato e pervenuto al destinatario un documento informatico trasmesso per via telematica all'indirizzo elettronico di quello, ma poiché il sito non ha una collocazione spaziale, il luogo di conclusione del contratto sarà quello indicato dal proponente.

<sup>68</sup> G. OPPO, *Disumanizzazione del contratto?*, in *Riv. dir. civ.*, 1998, I, 531, secondo cui la digitazione del numero della propria carta di credito varrebbe quale semplice autorizzazione a riscuotere e non quale pagamento del prezzo.

<sup>69</sup> Sul punto v. M. NOTARI, *Il diritto di opzione e la sua esclusione*, in *Commentario*, dedicato a Portale, Milano, Giuffrè, 2011, 932.

Dal punto di vista dell'investitore si prospettano una serie di rischi: quello della perdita del capitale investito, quello della illiquidità dell'investimento e non ultimo quello della sottoscrizione di un contratto *online*.

Sotto il primo profilo, è la stessa Consob a sottolineare il rischio legato al tipo di investimento in realtà societarie nuove, senza storia, nella quali l'eventualità che il progetto non vada a buon fine è chiaramente superiore rispetto a società già collaudate ed operanti in determinati settori: la mancanza di elementi economici e razionali cui fare riferimento e, di conseguenza, l'approccio inevitabilmente emozionale con cui si valuta l'investimento, comportano l'opportunità di investire somme per cui si ritiene di poter subire una perdita totale<sup>70</sup>. Si tratta, tuttavia, di un rischio fisiologico che il legislatore ha tentato, come abbiamo visto attraverso vari strumenti normativi, di arginare, da un lato, fortificando i presidi laddove gli investimenti siano di ammontare significativo, dall'altro, incentivando i micro-investimenti con una politica di semplificazione delle procedure.

La nuova disciplina non prevede una *exit strategy* per chi abbia investito. Le partecipazioni in *start up* innovative non sono negoziabili su mercati organizzati e, quindi, non sono facilmente liquidabili ed è altresì difficile stimarne il valore: non esistendo un mercato secondario su cui effettuare gli scambi, l'investitore deve essere consapevole del rischio di restare "prigioniero" dell'investimento, anche questo elemento conferma l'opportunità di destinare somme compatibili con il paventato pericolo. Resta salvo il diritto di recesso nei casi contemplati dal Regolamento e nelle tradizionali ipotesi previste dal codice civile per le società di riferimento. In ogni caso, in assenza di un mercato organizzato per lo scambio, la società emittente potrebbe avere interesse ad agevolare un mercato dei propri strumenti finanziari: a tal fine si potrebbe immaginare la creazione, con l'ausilio del portale, di punti di incontro "virtuali" tra gli investitori (*blog*) dove i soci possano seguire gli sviluppi della vita societaria e proporre la compravendita dei propri strumenti finanziari<sup>71</sup>.

Vi è poi il fattore *web* con tutti i problemi annessi alla contrattazione *online*: la diffusione dell'utilizzo di internet per le transazioni commerciali ha aumentato il rischio di «incappare in iniziative illecite o in vere e proprie truffe»<sup>72</sup>. Sul punto peraltro nulla è detto nel regolamento e, di conseguenza,

<sup>70</sup> Così si legge nella guida "Equity crowdfunding...Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una start-up innovativa tramite portali on-line", (nt. 58).

<sup>71</sup> In questo senso v. la guida "Equity crowdfunding...Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una start-up innovativa tramite portali on-line", (nt. 58). R. CULICCHI, (nt. 8), 2, l'a. segnala che nel regolamento è totalmente assente una disciplina relativa alle modalità di successiva compravendita delle partecipazioni, tuttavia afferma che il gestore potrebbe creare apposite sezioni del proprio sito destinate a fungere da vero e proprio *marketplace* oppure creare accordi di *partnership* tra il gestore ed altri operatori designati a fungere da separato luogo di incontro per la realizzazione di un mercato secondario. P. ALVISI, (nt. 8), 6, secondo cui sarebbe auspicabile un nuovo intervento normativo volto a prevedere un metodo *ad hoc*, più immediato e meno costoso, per l'alienazione delle quote acquisite: meccanismi imperniati sull'intervento dell'intermediario incaricato di gestire gli ordini di acquisto e di sottoscrizione, che potrebbe fungere da "stanza di compensazione" per la successiva circolazione delle quote quantomeno meno per il periodo di "start up".

<sup>72</sup> V. la guida "Equity crowdfunding...Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una start-up innovativa tramite portali on-line", (nt. 58), secondo cui di fronte ad una proposta di investimento via *e-mail*, o se si intende aderire ad un'offerta per sottoscrivere o acquistare prodotti finanziari su un sito internet, è bene fare qualche verifica in più, ad esempio: controllare che il soggetto che propone l'investimento sia chiaramente identificabile; verificare che gli indirizzi forniti (telefono, *fax* e sede del soggetto) corrispondano effettivamente a quelli del soggetto; verificare sempre direttamente presso la Consob che il gestore del

sorge spontaneo domandarsi quale sia la disciplina applicabile a questi contratti: nel silenzio delle norme occorre, probabilmente, rifarsi, nei limiti della compatibilità, alle regole impiegate per risolvere i problemi derivanti dall'*e-commerce* nel peculiare settore del collocamento dei prodotti finanziari<sup>73</sup>. Il *corpus* normativo di riferimento sarebbe, dunque, composito: in parte reperibile nel Testo Unico della Finanza, e nei documenti a quello "accessori", ed in parte rinvenibile nel contesto del Codice del Consumo. In particolare, vi è chi ha intravisto in quest'ultimo testo legislativo un ulteriore strumento di tutela per i *crowdfunder*, ignorato dal Regolamento Consob: si tratta dell'art. 67 *duodecies*, d.lgs. 206/05, che sospende l'efficacia del contratto, concluso via internet ed avente ad oggetto attività di investimento, per quattordici giorni, decorrenti alternativamente dalla data di conclusione del contratto o dalla data in cui il cliente riceve l'informativa sulle condizioni contrattuali, se successiva<sup>74</sup>; durante tale periodo, l'investitore può recedere dal contratto di investimento senza fornire alcun motivo e senza penali<sup>75</sup>.

Le sanzioni previste dal Codice del Consumo per l'inadempimento sono molto gravi: il contratto di investimento è nullo, ma la relativa nullità può essere fatta valere solo dal consumatore, in caso di violazione degli obblighi informativi, di omessa indicazione del diritto di recesso nel contratto, di omesso rimborso da parte dell'intermediario entro i quindici giorni successivi all'esercizio del recesso; sono inoltre previste pesanti sanzioni amministrative pecuniarie per chi ostacoli l'esercizio del diritto di recesso ovvero non rimborsi al consumatore le somme eventualmente pagate. Questo *kit* normativo sarà applicabile al caso in esame? L'estensione della tempistica per l'esercizio del diritto di recesso, fondata su di una norma di rango primario, sarà percorribile?

Sull'onda di queste riflessioni sorge un ulteriore interrogativo: a tutela della folla che eventualmente avesse investito nel *business* "innovativo" si può configurare la possibilità di promuovere un'azione collettiva risarcitoria, ovvero con un termine molto in voga una *class action*, contro la gestione abusiva della *start up* innovativa?<sup>76</sup>

---

portale sia iscritto al registro dei gestori di portali tenuto dalla Consob; verificare che l'indirizzo internet del portale cui si è connessi coincida con quello indicato nel registro dei gestori di portali presente sul sito della Consob; ricordare che la raccolta di capitali promossa tramite portali di *crowdfunding* iscritti nella sezione ordinaria del registro tenuto dalla Consob si perfeziona sempre tramite banche o imprese di investimento (SIM). Sul tema, v. O. CAGNASSO, G. COTTINO, *Contratti commerciali*, in *Trattato Cottino*, volume nono, Padova, Cedam, 2009, 68; F. AZZARRI, *La conclusione dei contratti telematici nel diritto privato europeo*, in *Contr.*, 2010, 301 ss.; E. BACCIARDI, *Contratti telematici e diritto di recesso*, in *Contr.*, 2010, 381 ss.

<sup>73</sup> Cfr. V. SANGIOVANNI, *Il diritto di recesso nella commercializzazione a distanza di servizi finanziari*, in *Contr.*, 2009, 411 ss.; A. TORELLI, *Contratti a distanza e tutela consumatori. La nuova disciplina nella commercializzazione dei servizi finanziari*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2006, 644 ss.; F. DELFINI, *Commercio elettronico e servizi di investimento*, in *Contr.*, 2000, 716 ss. Quanto alla normativa vengono in rilievo dapprima la Direttiva sul commercio elettronico (Direttiva 2000/31/CE), recepita con il d.lgs. 9 aprile 2003, n. 70, con un ambito di applicazione piuttosto esteso e successivamente il d.lgs. 19 agosto 2005, n. 190, che è specificatamente intervenuto anche sulla disciplina dei contratti aventi ad oggetto servizi finanziari, transitato nel Codice del consumo, d.lgs. 206/05.

<sup>74</sup> In questo senso, v. M. L. VITALI, (nt. 8), 398.

<sup>75</sup> Il recesso deve essere esercitato a mezzo raccomandata con ricevuta di ritorno, a meno che prima della conclusione del contratto venga comunicato un diverso strumento. In conseguenza all'esercizio del recesso l'intermediario deve rimborsare tutte le somme versate dal consumatore, potendo trattenere solo il costo del servizio effettivamente prestato (ad es. le commissioni di incasso trattenute dall'esercente il servizio di carta di credito). Il diritto di recesso, come tutti i diritti del consumatore stabiliti dal Codice del Consumo, è irrinunciabile.

<sup>76</sup> Sul punto cfr. A. LAUDONIO, (nt. 8), 29, ove l'a. propone la creazione di un'associazione che potrebbe operare mediante una propria "comunità virtuale".

In ultimo, uscendo per un attimo dal perimetro della normativa in commento, si osserva che, in via teorica, il finanziamento potrebbe essere anche erogato espressamente a “fondo perduto”: ci troveremmo, probabilmente, di fronte ad un modello di *donation based* per cui non è prevista una forma di ricompensa di qualsiasi genere della somma versata e non troverà applicazione, quantomeno diretta, la recente normativa, in quanto destinata all'*equity based crowdfunding*. Sotto il profilo contabile, si tratta di un versamento in conto capitale che in bilancio troverà la propria collocazione in “altre riserve” del patrimonio netto<sup>77</sup>. La prospettiva del finanziatore è unicamente rappresentata dalla soddisfazione di un interesse di natura idealistica.

D'altro canto, il finanziamento potrebbe avvenire anche a fronte della dazione di un bene, prodotto ovvero servizio “innovativo”: in questo caso, probabilmente si configura una forma di *reward based*, di difficile inquadramento in ambito societario. Lo scopo perseguito dal finanziatore non è quello di partecipare alla società, ma di contribuire al successo dell'iniziativa e ricevere quella ricompensa in natura promessa.

In entrambe le ipotesi, dal punto di vista della *start up* innovativa si realizzerebbe non un'offerta al pubblico, bensì la fattispecie “meno vincolata” dell'invito a offrire, senza ovvero con obbligo di ricompensa.

Per completezza, pare opportuno segnalare che i finanziamenti alle *start up* innovative potranno provenire anche da altre fonti che non prevedano l'utilizzo del web: in queste ulteriori ipotesi, necessariamente percorribili, si applicheranno le regole ordinarie del diritto comune.

##### 5. Le prospettive.

Questi paiono i probabili meccanismi e sviluppi del *crowdfunding* sul fronte operativo; tuttavia, di fronte alle lacune e all'assenza di sperimentazione occorre tentare delle ipotesi con riguardo all'auspicabile evoluzione del fenomeno sotto esame.

Il vero limite della disciplina in esame pare il ristretto ambito applicativo della stessa tracciato dalla normativa primaria: quello delle *start up* innovative costituisce in effetti un settore “di nicchia” rispetto ad un meccanismo che potrebbe essere utilizzato in numerosi contesti.

I rischi legati a questa impostazione paiono essenzialmente due: da un lato, quello di associare il *crowdfunding* alle sole realtà per le quali è stato regolamentato, abbandonando le altrettanto interessanti applicazioni socio-culturali, dall'altro quello di ingenerare un'ingiustificata discriminazione tra società di pari dimensioni e svolgenti attività analoghe nel reperimento sul mercato di capitale<sup>78</sup>.

In questa prospettiva, vi è chi ha individuato con argomentazioni differenti margini di manovra per svolgere un'attività di raccolta di capitali di rischio attraverso piattaforme *web* al di fuori delle ipotesi contemplate nel decreto<sup>79</sup>.

---

<sup>77</sup> In questo senso, S. CERRATO, (nt. 52).

<sup>78</sup> Gli autori che, ad oggi, si sono occupati del tema hanno per lo più espresso un giudizio analogo, cfr. P. ALVISI, (nt. 8), 4; A. LAUDONIO, (nt. 8), 17; G. NUNZIANTE, (nt. 8), 4; E. GIRINO, (nt. 8), 77, ove l'a. precisa anche di non comprendere la limitazione al solo meccanismo del portale di rete: «soluzioni alternative quali richieste dirette da parte dei siti proprietari, pubblicità in siti terzi non strutturati in forma di portale, formulazione di domande in altri sedi pubbliche (congressi, forum, fiere) dovrebbero soggiacere alle stesse regole».

<sup>79</sup> In questo senso cfr. M. MALTONI- P. SPADA, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, reperibile in internet al seguente indirizzo [www.cavererespondere.it](http://www.cavererespondere.it), secondo i quali «nella nozione di “offerta al pubblico” di prodotti finanziari, fissata nel glossario dell'art. 1, comma 1°, lett t), t.u.f., rientra “ogni comunicazione, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle

D'altro canto, l'Italia, pur all'avanguardia nella regolamentazione, sconta la pena dell'assenza di esperienza in questo settore e risulta caratterizzata da una diffusa scarsa familiarità con il *web* che produce diffidenza e sfiducia negli acquisti *online* e il rischio di allontanamento degli investitori, per tradizione cauti, da questi nuovi meccanismi<sup>80</sup>.

In ogni caso, la disciplina “*made in Italy*” sull'*equity based crowdfunding* rappresenta un importante traguardo e un innegabile fattore propulsivo di crescita seppure ancora in fase di sperimentazione e con evidenti fattori di criticità.

Con questo spirito pare opportuno salutare favorevolmente le novità normative in attesa di vedere anche quali saranno i riflessi degli interventi che si stanno apprestando oltralpe ed oltreoceano<sup>81</sup>.

In particolare, le prospettive in ordine ai possibili sviluppi della regolamentazione del *crowdfunding* debbono poi passare anche attraverso l'Europa e la MiFID<sup>82</sup>. In questo senso, è auspicabile un intervento normativo a livello europeo volto a ristabilire l'uniformità nella tutela degli investitori, indipendentemente dai profili degli emittenti, ad introdurre una disciplina generale per il fenomeno del *crowdfunding*, allargando gli attuali angusti confini della regolamentazione italiana (oltre le *start up* innovative) ed, infine, ad adottare da parte dell'organismo di vigilanza europeo, ESMA, prassi di controllo uniformi<sup>83</sup>.

---

condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti”; sicché non si vede ostacolo alcuno a veicolare l'offerta tramite portali telematici – impregiudicata la vigilanza Consob. La riserva del portale all'offerta di sottoscrizione di prodotti finanziari emessi da imprese *start up* innovative, immune dal regime delle offerte di sottoscrizione e vendita di cui al capo I, del titolo II, della parte IV del TUF (perché di ammontare inferiore a quello fissato dalla Consob, a norma della lett. c dell'art. 100, 1° comma), non solo non esclude l'offerta di sottoscrizione con altre modalità ma dovrebbe far salva l'applicazione dell'art. 100 *bis* che esige il prospetto nel caso della rivendita di prodotti finanziari già oggetto di un'offerta “esente dall'obbligo di pubblicazione del prospetto”. Insomma, si ha l'impressione che l'art. 30 della legge in commento abbia dettato una disciplina dei portali come veicolo di offerte al pubblico di prodotti finanziari concepita per i prodotti finanziari delle imprese *start up* innovative; ma che, nel sistema del TUF, il regime di questa modalità d'offerta debba riferirsi ad ogni offerta al pubblico, indipendentemente dalla connotazione dei prodotti offerti». Sul tema cfr. anche U. PIATTELLI, (nt. 8), 100; M. PINTO, (nt. 8), 823.

<sup>80</sup> Questa riflessione risulta confermata dal fatto che, a quasi un anno dall'entrata in vigore del regolamento, i gestori di portali iscritti nella sezione ordinaria del registro tenuto dalla Consob sono tre e nella sezione speciale uno, reperibile in internet al seguente indirizzo [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>81</sup> In Francia, nel maggio 2014, è stato presentato un progetto per regolamentare il finanziamento partecipativo di imprese e di *start up*: il decreto dovrebbe essere pubblicato in luglio ed entrare in vigore in ottobre. Negli Stati Uniti la regolamentazione sull'*equity crowdfunding*, che sta per essere pubblicata, ha una portata generale giacché non sono stati previsti requisiti soggettivi tipologici in capo all'emittente, seppure risulta destinata prevalentemente alle PMI.

<sup>82</sup> G. GIANNELLI, *Proposte di modifica alla Direttiva MiFID da parte della Commissione europea*, in *Riv. soc.*, 2011, 1338, dove si sottolinea come la proposta comunitaria sia nel senso di estendere, in modo consistente, l'applicazione degli obblighi di comportamento.

<sup>83</sup> Al fenomeno del *crowdfunding* l'Europa sta dedicando parecchia attenzione. In questa direzione si sta muovendo la Commissione Europea che, in data 3 ottobre 2013, ha lanciato una consultazione pubblica su questo processo di finanziamento per esplorare le modalità secondo cui l'azione europea può promuovere il *crowdfunding* in Europa. In una recente comunicazione, 27 marzo 2014, della Commissione Europea si legge che occorre «promuovere le migliori pratiche del settore, aumentare la consapevolezza e facilitare lo sviluppo di un marchio di qualità; seguire da vicino lo sviluppo dei mercati di *crowdfunding* e dei quadri giuridici nazionali; valutare su base regolare la necessità di ulteriori azioni a livello di Ue, compresa l'azione legislativa. Lo scopo è individuare le questioni che dovranno essere affrontate per sostenere la crescita del

Il primo grande passo per sostenere la “rivoluzione del *crowdfunding*”, che si accompagna all’evoluzione sociale della rete e dei *social media*, è stato fatto: adesso occorre aspettare che il sistema complessivo, tuttora *in fieri*, venga collaudato dagli operatori<sup>84</sup>.

---

finanziamento collettivo». Anche a gennaio 2014, in una comunicazione in tema di aiuti di Stato, la commissione aveva riconosciuto la crescente importanza delle piattaforme di *crowdfunding*.

<sup>84</sup> Sul punto nella Relazione sull’attività di analisi di impatto della regolamentazione, (nt. 12), p. 20, si legge che «con riferimento alla valutazione *ex post* del Regolamento cd. “*crowdfunding*” sono stati identificati alcuni indicatori che potranno offrire una rappresentazione quantitativa dell’impatto della regolamentazione. I dati presi in considerazione saranno quelli maggiormente in grado di rappresentare indicatori di risposta a quattro domande fondamentali sul Regolamento: a) Ha favorito lo sviluppo dell’attività da parte di gestori autorizzati istituendo regole semplici e poco onerose? b) Ha creato un ambiente affidabile? c) Che tipo di investitori operano attraverso i portali? d) Che ruolo rivestono gli investitori istituzionali? Sulla base di queste domande è stato definito un primo set di indicatori in grado di orientare l’Istituto nella VIR, che sarà successivamente integrato tenendo conto dei dati effettivamente disponibili».

**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. MOLLIK, *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. CARATOZZOLO, *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*...) 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, deduce 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. h), 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 eterogenesi 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 pletorica 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, commi 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. CARATTOZZOLO, (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.