

Quaderni giuridici

Piccole e medie imprese e
finanziamento del progetto imprenditoriale:
una ricerca per un nuovo tipo di emittente

D. Colonnello, E.R. Iannaccone, G. Mollo, M. Onza

Con Prefazione di R. Sacchi



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

24

giugno 2022

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Concetta Brescia Morra, Nadia Linciano, Rossella Locatelli, Caterina Lucarelli, Marco Maugeri, Francesco Nucci, Francesco Saita, Umberto Tombari, Gianfranco Trovatore, Marco Ventoruzzo

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tipografia Eurosia srl (Roma)

<http://www.tipografiaeurosia.it>

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

☎ 06.8477.1

☎ 06.8477612

✉ studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente

*D. Colonnello**, *E.R. Iannaccone***, *G. Mollo**, *M. Onza****

Abstract

L'esigenza finanziaria della piccola e media impresa, manifestata anche ed esemplarmente tramite il c.d. *crowdfunding*, evoca la partecipazione, quanto al reperimento del c.d. capitale di rischio, di un "socio", né c.d. risparmiatore, né c.d. imprenditore e neppure interessato alla gestione dell'impresa. Un socio, allora, "inedito", *non incline alla gestione* (ed al controllo) dell'impresa ma neppure *ad essa indifferente*. Socio, invero, che aderisce (non tanto ad una società con un oggetto sociale bensì) ad un progetto imprenditoriale, *ad una "idea che sposa"*, all'attuazione del quale è, in primo luogo, interessato. Un nuovo emittente, dunque, che "organizzativamente" sia acconcio a questo interesse: dal che la necessità, nel silenzio normativo e per arginare regolamenti pattizi incerti, difformi e non comparabili, di individuare le informazioni necessarie ad una adesione consapevole e gli strumenti atti ad appurare una "attuazione conforme" del progetto imprenditoriale a quello promesso e, prima, in "cerca" di finanziamenti.

JEL Classifications: K2, K22.

Keywords: s.r.l. – piccola e medie imprese; finanziamento; quote; soci; capitale di rischio; sollecitazione del risparmio – offerta al pubblico - *Crowdfunding*

* Consob, Divisione Studi, Ufficio Studi Giuridici.

** Consob, Divisione Intermediari, Ufficio Vigilanza Imprese Di Investimento.

*** Professore ordinario di diritto commerciale dell'Università degli Studi di Brescia.

Si ringrazia il Prof. Emanuele Cusa per la partecipazione costante e il contributo offerto. Le opinioni espresse nel presente Quaderno sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i contenuti del presente Quaderno, non è pertanto corretto attribuirli alla Consob o ai suoi Vertici. Si ringrazia un anonimo *referee* per gli utili commenti. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori.

Indice

Prefazione	5
Introduzione	7
PARTE PRIMA	
1 La Piccola e Media Impresa nel ciclo di vita dell'impresa	8
2 Il finanziamento della Piccola e Media Impresa in Europa	15
3 La Piccola e Media Impresa nella Capital Market Union	18
4 Il ricorso al risparmio diffuso per reperire c.d. capitale di rischio	19
5 La trasparenza	24
6 La riscoperta del socio	25
7 Il <i>crowdfunding</i> : cenni introduttivi	27
8 Informazione fornita dall'intermediario e scelta d'investimento del risparmiatore	28
9 L'informazione necessaria in rapporto all'esigenza dell'impresa	34
PARTE SECONDA	
1 "Partecipazione" e "organizzazione": ipotesi di lavoro (e conseguente impostazione) sulla piccola e media impresa "emittente"	35
2 Profili e spunti disciplinari	43
2.1 (Segue) "conformazione" e "destinazione" della partecipazione (sociale) nel diritto della (s.r.l.) "piccola e media impresa"	43
2.2 (Segue) "emissione" e "circolazione" della partecipazione (sociale) nel diritto dei mercati (finanziari)	47
2.2.1. (Segue) portali on line (nel diritto italiano)	48
2.2.2. (Segue) c.d. <i>crowdfunding</i> (nel diritto dell'Unione europea)	56
CONCLUSIONI	
Un modello di "organizzazione" della "partecipazione" per un nuovo "tipo" di emittente	62
Bibliografia	64

Prefazione

Roberto Sacchi*

Il tema oggetto del Quaderno (le PMI) è di forte interesse e attualità, tenendo presente (i) il ruolo di grande importanza svolto da questo genere di imprese nel sistema imprenditoriale italiano ed europeo, (ii) le incertezze create dall'attuale normativa, (iii) la circostanza che i problemi da essa posti rilevano non solo nella prospettiva del diritto del mercato, ma anche in quella del diritto societario. Il tema in questione consente anche un approccio diverso allo studio del rapporto fra impresa e mercato. Questi profili sono affrontati in modo stimolante e innovativo nel Quaderno, che appare meritevole di segnalazione.

In relazione al diritto del mercato, la questione centrale sembra quella del raggiungimento di un equilibrio soddisfacente fra tutela degli investitori ed esigenza di contenere i costi (diretti e indiretti) delle PMI. Con riferimento alle ricadute di diritto societario derivanti dalla disciplina delle PMI, ampiamente indagate nel Quaderno, esse rischiano di determinare un quadro di estrema incertezza, in particolare per la s.r.l., rispetto alla quale non appare azzardata la segnalazione dell'esistenza, per chi sottoscrive le quote di s.r.l. PMI, di un vero e proprio fattore di rischio normativo.

In continuità con l'approccio adottato in altri contributi pubblicati nella collana dei Quaderni, gli Autori affiancano alla ricostruzione – condotta con attenzione al piano transnazionale – del contesto, fattuale e normativo, nel quale le PMI operano, e delle linee della sua evoluzione, un atteggiamento propositivo che connota il lavoro nel suo complesso e che trova la sua maggiore espressione nelle Conclusioni collocate a chiusura del lavoro.

In particolare, gli Autori appaiono giustamente sensibili – a fronte degli inconvenienti creati dall'attuale quadro normativo – alla preoccupazione di soddisfare l'esigenza di certezza dei soci e degli *stakeholders* delle PMI. A questa preoccupazione sono riconducibili, in particolare, le proposte di: fissare una sola definizione di "emittente PMI"; ancorare a questa nozione la disciplina dell'organizzazione dell'emittente e dell'offerta del prodotto; non variare le regole applicabili se l'emittente, nell'esercizio dell'attività imprenditoriale, perde la qualifica di PMI, evitando così un elemento di instabilità e incertezza normativa, che sarebbe senz'altro dannoso per gli operatori; prevedere modelli di assetti adeguati al progetto imprenditoriale da finanziare, preindividuati dalla Commissione per entità del finanziamento richiesto, nonché modelli

* Professore ordinario di diritto commerciale dell'Università degli Studi di Milano "La Statale".

di *business plan* di durata non superiore a un numero prefissato di anni, raccomandati dall'Autorità.

Molto stimolante appare anche l'ipotesi di attribuire alla categoria di soci interessati all'attuazione del progetto finanziato il potere di nominare un rappresentante comune dotato della facoltà di richiedere informazioni ai gestori sull'attuazione del progetto finanziato e con l'obbligo di riferire periodicamente alla categoria sulla base (anche in questo caso) di modelli predeterminati nel contenuto.

Come ogni contributo propositivo di contenuto forte, il modello delineato nelle Conclusioni del Quaderno non è esente da rischi e da interrogativi. Ad esempio, la previsione dell'intervento della Commissione nella predisposizione di modelli di assetti e di *business plan*, se contribuisce alla sforzo di semplificazione perseguito dagli Autori e va incontro alla domanda di chiarezza da parte degli operatori, al tempo stesso potrebbe essere vista come limitazione della discrezionalità di chi nella PMI esercita il potere di impresa con riguardo alla conformazione dell'organizzazione, il che impone di verificare se si sia in presenza di una limitazione della libertà di impresa e se essa sia compatibile con l'art. 41 della Costituzione e con l'art. 16 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea.

Inoltre, l'ipotesi del rappresentante comune (come segnalato in nota 399) può essere delineata secondo il modello del rappresentante comune degli azionisti e di quello degli obbligazionisti – con un ruolo tendenzialmente sostitutivo di quello dei rappresentati – o secondo il modello del rappresentante designato previsto dall'art. 135-*undecies* t.u.f., il che lascerebbe spazio alla possibilità di prevedere i diritti di informazione che possono essere esercitati direttamente dai soci della categoria interessata all'attuazione del processo imprenditoriale. Questo, tra l'altro, consentirebbe di evitare la necessità di differenziare a priori la posizione dei clienti professionali o qualificati da quelli che non rivestono questa qualità.

Le considerazioni svolte da ultimo, peraltro, mettono in evidenza un ulteriore pregio del Quaderno, che fornisce un innovativo apporto di idee e di stimoli al dibattito sulle PMI e al trattamento normativo da riservare a queste imprese.

Introduzione

All'accesso alla provvista finanziaria delle piccole e medie imprese è funzionale il c.d. *crowdfunding*, tecnica che evoca una posizione del finanziatore inedita ed in cerca di "disciplina". Si tratta di un finanziatore che "diventa", sì, un socio ma che, ciò nonostante, non si presenta incline alla gestione (ed al controllo) dell'impresa ma neppure ad essa indifferente.

Ciò, ed è questo il punto, non tanto e solo perché, come ogni socio, è interessato ad un plusvalore rispetto al valore del conferimento o del prezzo di acquisto della partecipazione sociale. Ma piuttosto, e soprattutto, perché quel socio aderisce ad un progetto imprenditoriale, *ad una "idea che sposa"*, all'attuazione del quale (e non esclusivamente ai risultati ad esso conseguenti) è interessato.

Questa l'ipotesi di lavoro dello studio che qui propone.

E così: (i) muovendo dalla consapevolezza di un vasto e dettagliato compendio di regole sul c.d. mercato di capitali pensato per, e ritagliato su, imprese esercitate da società di grandi dimensioni, e così al fondo "inaccessibile" per quelle dimensioni, appunto piccole e medie; e pure (ii) prendendo atto del vigore di una normativa sul c.d. *crowdfunding* poco interessata all'organizzazione dell'impresa in cerca di finanziamento, cioè dell'emittente.

Premesso tutto questo, emergono almeno due prospettive di indagine.

La prima: l'individuazione delle informazioni necessarie ad una adesione consapevole; la seconda (alla prima logicamente conseguente): l'approntamento di strumenti tesi ad appurare una "attuazione conforme" del progetto imprenditoriale finanziato a quello promesso quando ancora in "attesa" di finanziamento.

D'onde, ed ecco (alcune del)le ipotesi di "disciplina": (i) la rilevanza normativa ed organizzativa dello sviluppo del progetto imprenditoriale in "attesa" di finanziamento di un *business plan*, da attuare con scelte "conformi"; (ii) la creazione di categorie di partecipazioni sociali, capaci di "isolare" quel socio; e (iii) l'instaurazione a siffatte categorie del *potere di nominare un rappresentante comune*, titolato, quanto all'attuazione del progetto imprenditoriale finanziato e ragguagliando le scelte gestorie al *business plan*, ad informarsi e ad informare.

1 La Piccola e Media Impresa nel ciclo di vita dell'impresa

Il legislatore, sia nazionale che unionale, pone costante attenzione, ormai da considerevole tempo, ai problemi delle c.d. Piccole e Medie Imprese (PMI) e, in particolare, al loro bisogno insoddisfatto di accesso al mercato dei capitali.

Indipendentemente dal contesto economico nel quale si collocano, allo stato, per PMI si intendono le imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro, così come definite nella raccomandazione della Commissione 2003/361/CE¹.

La particolare attenzione rivolta dal legislatore alle PMI trova fondamento nella circostanza di fatto che esse rappresentano la categoria di imprese più rilevante nell'ambito dell'Unione². In termini numerici esse costituiscono la quasi totalità (99%) delle imprese³. Le PMI rappresentano circa il 56% del fatturato totale nell'UE, risultando così vitali per lo sviluppo dello "spirito imprenditoriale" di un Paese⁴, e impiegano circa i tre quarti della forza lavoro nel settore privato dell'UE⁵. Inoltre, le attività di innovazione svolte dalle PMI costituiscono la principale fonte di sviluppo tecnologico e di generazione di nuovi prodotti, servizi e processi⁶.

1 Si veda G.U.U.E. L. 124 del 20 maggio 2003, p. 36.

2 Al riguardo, si veda N. ČUČKOVIĆ e V. VUČKOVIĆ, *EU R&D Funding as a Way of Incentivizing Innovation of SMEs: A Review of Impacts Croatian Economic Survey*, Vol. 20 : No. 2 : December 2018 : p. 98, D. CZARNITZKI e J. DELANOTE, *R&D policies for young SMEs: input and output effects*, *Small Bus Econ* 45, 465–485 (2015), p. 1 e L. LABUDOVÁ e D. JÁNOŠOVÁ, *Analysis of support And identification of barriers to SME's in Slovakia and in the Czech Republic*, *Serbian Journal of Management* 14 (2) (2019), p. 437.

3 Così G. PAPADOPOULOS, S. RIKAMA, P. ALAJÄÄSKÖ e Z. SALAH-EDDINE, *Statistics on small and medium-sized enterprises*, Eurostat, 2019, reperibile all'indirizzo https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Statistics_on_small_and_medium-sized_enterprises&toldid=505966. Con riferimento alla realtà europea, l'Eurostat nel lavoro di Papadopoulos et al ha peraltro tracciato le caratteristiche salienti delle PMI localizzate nell'Unione. Gli autori, al riguardo, specificano che nel loro lavoro per PMI si intendono le imprese con meno di 250 addetti; i dati sono riferiti all'anno 2015. Relativamente al database utilizzato, gli autori si rifanno al progetto di Eurostat 2016 Microdata Linking (MDL); tale progetto raggruppa i dati a livello di impresa per l'anno 2015 provenienti dalle seguenti fonti: statistiche strutturali sulle imprese (SBS), statistiche sul commercio internazionale di merci (ITGS), demografia delle imprese (BD) e registri delle imprese (BR).

4 L. LABUDOVÁ e D. JÁNOŠOVÁ, op. cit., p. 437.

5 *Ivi*, p. 439.

6 N. ČUČKOVIĆ e V. VUČKOVIĆ, op. cit., p. 98.

Le PMI, quindi, costituiscono la vera ossatura dell'economia dell'Unione Europea essendo la categoria più rilevante di imprese nell'UE in termini di creazione di sviluppo e innovazione⁷.

Come è noto, problema centrale per l'impresa, non solo medio-piccola, è il reperimento delle risorse necessarie per dare attuazione al proprio progetto imprenditoriale. A tale problema non esiste una soluzione unica; vi sono piuttosto una molteplicità di soluzioni possibili connesse al diverso modo in cui il problema si presenta nelle diverse fasi di vita dell'impresa.

Come noto, il ciclo di vita dell'impresa si articola essenzialmente in quattro fasi, e cioè fase iniziale, di sviluppo, di maturità e di declino.

Dal punto di vista dimensionale, qualsiasi impresa nelle sue fasi iniziali e di sviluppo è identificabile come PMI trasformandosi nella fase di maturità, in caso di successo imprenditoriale, in grande impresa.

Il fabbisogno finanziario dell'impresa può essere soddisfatto, teoricamente, tramite l'utilizzo di risorse proprie dell'imprenditore, c.d. capitale di debito e c.d. capitale di rischio⁸.

Nella fase iniziale, la nascente impresa procede ad implementare le soluzioni tecnologiche ed organizzative per la realizzazione dell'oggetto sociale. Gli investimenti sono prevalentemente di carattere immateriale e, conseguentemente, i fabbisogni finanziari non sono elevati⁹.

Dopo aver effettuato le opportune ricerche di mercato e aver organizzato la struttura, inizia la fase di *start up* vera e propria in cui è posta in essere l'attività produttiva¹⁰. L'alta intensità di capitale richiesta per l'attuazione dei programmi di sviluppo implica rilevanti investimenti in ricerca e sviluppo, *marketing*, acquisizione o formazione interna di competenze e professionalità specifiche¹¹.

Il problema finanziario di questa fase è critico per la sopravvivenza e il futuro sviluppo dell'impresa. È necessario realizzare intorno al prodotto tutto quanto serve per realizzarlo, promuoverlo e venderlo. Il rischio connesso agli investimenti è alto in

7 Al riguardo, si veda N. ČUČKOVIĆ E V. VUČKOVIĆ, op. cit., pp. 97-99, D. CZARNITZKI E J. DELANOTE, op. cit., p.1 e L. LABUDOVA' E D. JANOŠOVÁ, op. cit. p. 437.

8 Per una disamina in ordine alle diverse opzioni di finanziamento dell'impresa, in particolare, delle PMI italiane, si veda M. LA ROCCA, T. LA ROCCA e A. CARIOLA (2009), *Small Business Financing. Financial preferences throughout the life cycle of a firm*, Working paper, pp. 12-13 e 26-28 e G. CHIESA, F. PALMUCCI e I. PIROCCHI (2009), *La struttura finanziaria delle PMI: paradigmi e realtà*, Note e ricerche 1/2009 Alma Mater Studiorum Università di Bologna, pp. 5-16.

9 Per una disamina più dettagliata delle caratteristiche della fase di *start up* si veda MAHAMADOU BIGA DIAMBEIDOU, F. DAMIEN, B. GAILLY, M. VERLEYSEN e V. WERTZ (2009), *An Empirical Taxonomy of Start-Up Firms Growth Trajectories*, Working paper 07/09, Louvain School of Management, pp. 6-7.

10 Alcuni autori sostengono che la fase di *start up* può essere suddivisa in 3 sottofasi: bootstrapping stage, seed stage e creation stage. Per ulteriori dettagli si veda A. SALAMZADEH, e K. H. KAWAMORITA, *Startup Companies: Life Cycle and Challenges*, Proceedings of the 4th International Conference on Employment, Education and Entrepreneurship (EEE), 2015, Belgrade, Serbia, pp. 6-8.

11 *Ibidem*. L'intensità di capitale indica quanto capitale viene utilizzato in rapporto al lavoro e misura l'incidenza del fattore capitale all'interno del processo produttivo rapportato al grado di utilizzo degli altri fattori produttivi.

quanto è elevata l'incertezza sull'effettiva validità commerciale dell'idea imprenditoriale. Questa fase è caratterizzata da un fabbisogno finanziario molto elevato, dato che i flussi di cassa netti risultano negativi¹².

Gli elevati fabbisogni finanziari, in presenza di possibilità di autofinanziamento limitate da parte dell'imprenditore, determinano una marcata dipendenza da fonti di finanziamento esterne¹³.

Nella fase di *start up*, però, il ricorso al c.d. capitale di debito risulta particolarmente difficoltoso oltre che costoso, in ragione del basso merito creditizio dell'impresa. Infatti, in tale fase l'impresa si caratterizza per l'assenza di *track record*¹⁴, l'elevata incertezza del *business* intrapreso¹⁵ oltre che per i problemi di *agency, moral hazard* ed opacità informativa¹⁶.

Al fine di ovviare a tali problematiche ed accedere ai necessari finanziamenti bancari, l'imprenditore è pertanto costretto a prestare garanzie personali¹⁷.

Allo stesso tempo, il rischio di insuccesso del *business* intrapreso è molto elevato e gli oneri del c.d. capitale di debito possono risultare relativamente più gravosi rispetto a quelli connessi all'utilizzo del c.d. capitale di rischio¹⁸. Ciò risulta particolarmente vero per le imprese innovative, dato che il c.d. capitale di rischio risulta maggiormente adeguato rispetto al c.d. capitale di debito nel finanziare progetti di *business* caratterizzati da incerte probabilità di successo¹⁹.

Nella fase di *start-up* sarebbe, pertanto, opportuno utilizzare prevalentemente capitale proprio dell'imprenditore, eventualmente integrato da fonti esterne di natura informale (provenienti da contatti personali dell'imprenditore, quali famiglia, conoscenti) e da altre forme di c.d. capitale di rischio²⁰.

12 Si veda A. N. BERGER e G. F. UDELL, *The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*, 1998, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22 No. 6/8, p. 8.

13 Il fabbisogno di capitale della fase di nascita e primo sviluppo (*start-up financing*) è peraltro condizionato dal contenuto innovativo del business, dalle barriere all'entrata del mercato di riferimento e dall'entità degli investimenti nella capacità produttiva, nella creazione della rete distributiva e nel marketing. Le PMI innovative, soprattutto nella fase di avvio dell'impresa, presentano elevata variabilità dei risultati, alto rischio e ridotta dimensione degli utili.

14 Per *track record* si intende la storia passata di fallimenti e successi dell'azienda. Per maggiori dettagli si veda A. N. BERGER e G. F. UDELL, op. cit., p. 69; P. AGSTNER, A. CAPIZZI e P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova srl 353 Business Angels, Venture Capital and the New Società a Responsabilità Limitata*, in ODC, 2020, 379, "Il finanziamento di un'impresa startup è processo complesso, visto che la società finanziata si riduce spesso meramente ad un'idea di business e ad una squadra di soggetti innovatori".

15 Si veda N., HUYGHEBAERT e L. M. VAN DE GUCHT, *The Determinants of Financial Structure: New Insights from Business Start-Ups*, *European Financial Management*, 13(1), 2007, 101-133. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-036X.2006.00287.x>, p. 5 e ss; P. AGSTNER, A. CAPIZZI e P. GIUDICI, op. cit., p. 379.

16 Si veda A. W.A. BOOT e A.V. THAKOR, *Moral hazard and secured lending in an infinitely repeated credit market game*, *International Economic Review*, 1994, 35, 899-920, pp. 899-901.

17 Si veda A. N. BERGER e G. F. UDELL, op. cit., pp. 7-8.

18 *Ibidem*.

19 Si veda A. N. BERGER e G. F. UDELL, op. cit., p. 7; per una più dettagliata disamina della letteratura in materia si veda anche S. TEKER e D. TEKER, *Venture Capital and Business Angels: Turkish Case*, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*. 235, 630-637. 10.1016/j.sbspro.2016.11.041., 2016, pp. 631-632.

20 Si veda A. N. BERGER e G. F. UDELL, op. cit., p. 8.

Al fine di reperire capitali di rischio in tale fase, un ruolo importante può essere svolto da soggetti privati quali *business angel* e *venture capitalist*²¹ ma, per la sua versatilità, risulta fondamentale quale ulteriore canale di reperimento del c.d. capitale di rischio il *crowdfunding*²².

Il reperimento di c.d. capitale di rischio risulta complesso e difficoltoso sia per motivi interni che esterni all'impresa²³. Sotto il profilo interno, il principale limite è costituito dalla riluttanza dell'imprenditore nell'ammettere nuovi soci; tale ingresso potrebbe, infatti, incidere negativamente sui processi decisionali e sui piani di sviluppo futuri del progetto imprenditoriale²⁴. Inoltre, l'assenza di adeguati *track record* e la presenza di problemi di agenzia, di *moral hazard* e di opacità informativa rendono scarsamente attrattivo l'investimento da parte di soggetti esterni all'impresa²⁵.

La seconda fase di vita dell'impresa, detta di sviluppo, nella quale assume ancora i connotati di PMI, si può suddividere in due sottofasi.

Nella prima, l'impresa non può ancora contare sul flusso di cassa positivo massimo e, pertanto, le necessità finanziarie sono normalmente elevate e si accentuano nel caso in cui l'impresa sia innovativa. Ne consegue che i fabbisogni finanziari sono consistenti e caratterizzati da alto rischio²⁶.

In tale fase, il ricorso al c.d. capitale di debito continua ad essere difficoltoso oltre che oneroso, in ragione di un merito creditizio non elevato; i problemi di agenzia, di *moral hazard* e di opacità informativa, tipiche della fase di *start up*, sono infatti ancora presenti benché in misura meno accentuata²⁷. Anche in questo caso l'apporto di garanzie personali da parte dell'imprenditore è necessario per l'accesso al credito bancario²⁸, che continua a costituire la principale fonte di finanziamento esterno dell'impresa²⁹. Pertanto, anche in tale fase sarebbe opportuno il ricorso al c.d. capitale di rischio, ma permangono le stesse problematiche al suo utilizzo della fase precedente.

La fase successiva, dove l'impresa è ancora PMI, è quella dello sviluppo in senso stretto o sviluppo avanzato. In tale fase il tasso di crescita degli investimenti posti in essere dall'impresa si riduce progressivamente rispetto alle fasi precedenti. Ciò comporta che i fabbisogni finanziari tendono via via a stabilizzarsi. La gestione finanziaria assorbe gran parte del circolante, talvolta in misura maggiore rispetto al pieno

21 *Ibidem*.

22 D. CUMMING e L. HORNUF (eds.), *The Economics of Crowdfunding*, 2018, reperibile all'indirizzo https://doi.org/10.1007/978-3-319-66119-3_1, pp. 16 e ss.

23 M. LA ROCCA, T. LA ROCCA e A. CARIOLA, *Capital Structure Decisions During a Firm's Life Cycle*, *Small Bus Econ*, 2011, 37:107-130, DOI 10.1007/s11187-009-9229-z, p. 110.

24 A. N. BERGER e G. F. UDELL, op. cit., pp. 7 e ss.

25 N. HUYGHEBAERT e L. M. VAN DE GUCHT, op. cit., p. 3.

26 A. N. BERGER e G. F. UDELL, op. cit., p. 2.

27 A. W. A. BOT e A. V. THAKOR, op. cit., p. 914.

28 A. N. BERGER e G. F. UDELL, op. cit., p. 24.

29 M. WASILEWSKI e J. ŻURAKOWSKA-Sawa (2020), *The stages of firm life cycle and capital structure ratios for companies of industry*, *Polityki europejskie finanse i marketing*, 05/2020 pp. 256-267, DOI 10.22630/PEFIM.2020.23.72.21, pp. 265-266.

regime produttivo, qualora siano concesse ai clienti dilazioni di pagamento al fine di dare impulso all'attività commerciale³⁰.

Man mano che viene a consolidarsi lo sviluppo aziendale, gli apporti finanziari tendono ad essere elevati ed i rischi aziendali risultano sempre più contenuti rispetto alle fasi precedenti. Ciò avviene, essenzialmente, perché le informazioni di cui l'impresa dispone sono tali da consentire migliori previsioni per il lancio di nuovi prodotti, per l'espansione internazionale o per l'ampliamento strutturale³¹.

In tale fase, il ricorso al c.d. capitale di debito risulta più agevole in ragione di un merito creditizio che tende a migliorare sia per la presenza di sufficienti *track record* sia per la relativa certezza della validità del *business* intrapreso. La possibilità di creare valore con la leva del debito cresce costantemente nella fase di sviluppo in senso stretto via via che l'impresa procede verso la fase di maturità³².

Il reperimento di c.d. capitale di rischio in questa fase, anche nella forma di IPO (Offerta Pubblica Iniziale) in mercati regolamentati o meno, rappresenta sia un'opzione volta a riequilibrare la leva finanziaria sia una scelta finalizzata a proiettare l'impresa verso livelli dimensionali sempre maggiori³³. La quotazione, in particolare, costituisce una valida opzione soprattutto per le imprese che hanno raggiunto medie dimensioni, caratterizzate da una struttura finanziaria equilibrata, buoni programmi di sviluppo e forti competenze imprenditoriali³⁴.

Nella fase di maturità, l'impresa ove prosegua con successo e proceda ad una progressiva crescita dimensionale, tende via via a perdere i connotati tipici di PMI. In tale fase, problema particolarmente delicato che l'impresa deve affrontare è quello di conservare l'adeguatezza organizzativa, amministrativa e contabile a fronte di una dimensione mutata ed in corso di evoluzione. In tale fase si assiste ad una piena utilizzazione dei potenziali del mercato a cui l'impresa fa riferimento e ad una certa stabilità dei tassi di sviluppo, che si attestano a livelli inferiori rispetto alle precedenti fasi del ciclo di vita. Nei casi di maggiore successo, nella fase di maturità le PMI passano alla categoria di "grande impresa"³⁵.

Rispetto alle fasi precedenti, il ricorso a fonti finanziarie esterne è sempre meno necessario in quanto il flusso di cassa tende ad essere positivo e ad incrementare

30 A. N. BERGER e G. F. UDELL, op. cit., p. 8.

31 *Ibidem*.

32 *Ibidem*.

33 *Ibidem*.

34 *Ibidem*.

35 A tal proposito, alcuni autori hanno evidenziato le principali differenze che connotano sotto il profilo finanziario le PMI rispetto alle grandi imprese. Per maggiori dettagli si veda ABDULAZIZ M. ABDULSALEH e ANDREW C. WORTHINGTON, *Small and Medium-Sized Enterprises Financing: a review of literature*, International Journal of Business and Management; Vol. 8, No. 14, 2013, ISSN 1833-3850 E-ISSN 1833-8119, Published by Canadian Center of Science and Education, pp. 40 e ss..

progressivamente. Inoltre, il migliore sfruttamento delle risorse e la maggiore esperienza acquisita comportano una razionalizzazione della politica finanziaria. Tali fattori incidono sulla costante riduzione dell'intensità di capitale³⁶.

In questa fase, in presenza di un robusto equilibrio finanziario, l'impresa può ricorrere con maggiore facilità al c.d. capitale di debito in conseguenza del progressivo miglioramento del merito creditizio. Il più elevato merito creditizio è determinato dal sempre minore rischio imprenditoriale e dalla maggiore certezza dei risultati economici conseguibili³⁷. Ciò implica che il costo del capitale ed i costi del fallimento potenziale sono via via più contenuti³⁸.

Per quanto specificamente concerne il reperimento di c.d. capitale di rischio, in ragione della consolidata reputazione e della presenza di un adeguato *track record*, l'impresa può perseguire l'obiettivo della quotazione in un mercato mobiliare, ove non vi abbia già fatto ricorso nella fase precedente (sviluppo in senso stretto); tale possibilità può anche essere posta in essere per attuare operazioni orientate al consolidamento della propria posizione nel mercato di riferimento³⁹.

Nel caso in cui l'impresa non riesca a proseguire con successo nella propria traiettoria di sviluppo durante la fase di maturità, può, nello scenario peggiore, avviarsi verso la fase di declino che può sfociare nella cessazione dell'impresa⁴⁰.

Nella fase di declino i fabbisogni finanziari sono legati alla necessità di sostituire l'attività sociale con operazioni di ristrutturazione e sviluppo⁴¹. Date le incerte possibilità di sopravvivenza dell'impresa, in tale fase risulta particolarmente difficoltoso il reperimento di c.d. capitale di rischio e, di conseguenza, il fabbisogno finanziario tende ad essere coperto in prevalenza attraverso c.d. capitale di debito a breve scadenza⁴².

La fase di maturità rappresenta una tappa fondamentale nel ciclo di vita di ciascuna impresa; nel corso di tale fase si assiste difatti ad una piena utilizzazione dei potenziali di mercato dell'impresa e si vanno a definire gli assetti produttivi e dimensionali. Problema particolarmente delicato da affrontare è conservare l'adeguatezza organizzativa, amministrativa e contabile dell'impresa a fronte di livelli dimensionali via via in corso di evoluzione⁴³.

36 Si veda A. N. BERGER e G. F.UDELL, op. cit., p. 4 e ss.

37 Si veda M. WASILEWSKI e J. ŻURAKOWSKA-SAWA (2020), op. cit., pp. 265-266.

38 *Ibidem*. Nella fase di maturità l'impresa può essere oggetto di interesse da parte di investitori (solitamente istituzionali) *private equity*; si tratta di investitori che apportano nuovi capitali nella società target mediante l'acquisto di azioni già emesse e/o sottoscrivendo azioni di nuova emissione. Si veda per maggiori approfondimenti sul tema A. N. BERGER e G. F.UDELL, op. cit., pp. 47 e ss.

39 A. N. BERGER e G. F.UDELL, op. cit., p. 20.

40 M. WASILEWSKI e J. ŻURAKOWSKA-SAWA (2020), op. cit., pp. 257 e ss.

41 A. N. BERGER e G. F.UDELL, op. cit. p. 10.

42 M. WASILEWSKI e J. ŻURAKOWSKA-SAWA (2020), op. cit., pp. 265-266.

43 A. N. BERGER e G. F.UDELL, op. cit., p. 13.

Come osservato in precedenza, le prime due fasi del ciclo di vita aziendale sono comuni a tutte le imprese; nella successiva fase di maturità, invece, tendono ad acuirsi le divergenze nei sentieri di sviluppo tra le imprese che presentano una moderata crescita dimensionale - e che, pertanto, continueranno a presentare le caratteristiche peculiari di una PMI - e le imprese che, invece, riusciranno a trasformarsi in grandi imprese⁴⁴.

Alcuni autori sostengono al riguardo che la crescita delle imprese nella fase di maturità risulta fortemente condizionata da numerose variabili quali, ad esempio, settore di appartenenza, livello di innovazione introdotto nel processo produttivo rispetto ai *competitor*, capacità imprenditoriale del fondatore, dislocazione territoriale⁴⁵. Nella quasi totalità dei casi, in tale fase si assiste ad una certa stabilità dei tassi di sviluppo, che si attestano a livelli inferiori rispetto alle precedenti fasi del ciclo di vita⁴⁶; ciò spiega perché le imprese nella fase di maturità tendano generalmente ad assestarsi dimensionalmente e a continuare a presentare i tratti tipici della PMI.

Nei soli casi di notevole successo imprenditoriale - statisticamente limitati in termini di numerosità -, invece, i tassi di sviluppo risultano particolarmente sostenuti; tali tassi di sviluppo si registrano principalmente per le imprese che sono dotate di eccellenti capacità manageriali, che innovano processi produttivi in settori ad alto potenziale di sviluppo e che operano in contesti di mercato favorevoli⁴⁷. Gli elevati tassi di sviluppo consentono a tali imprese di crescere velocemente e transitare nella categoria di "grande impresa"⁴⁸.

Alla luce di quanto precedentemente discusso, per le finalità del presente lavoro risulta interessante esaminare quale sentiero di sviluppo hanno registrato nella realtà italiana le imprese che hanno fatto ricorso a campagne di c.d. *crowdfunding* - cioè, in prima approssimazione, alla raccolta di capitali tramite portali *on-line* - ai fini del reperimento di capitali di rischio per il finanziamento dei propri progetti imprenditoriali.

Confrontando i dati contenuti nel 6° report (riferito al periodo luglio 2020-giugno 2021)⁴⁹ con i dati relativi alle quotazioni sull'AIM (*Alternative Investment Market* oggi *Euronext Growth Milan*)⁵⁰ - mercato tipicamente rivolto alle PMI - aggiornati al primo semestre 2021, emerge chiaramente che le imprese che hanno fatto ricorso a

44 *Ivi*, p. 13 e ss..

45 Per maggiori dettagli si veda ABDULAZIZ M. ABDULSALEH1 e ANDREW C. WORTHINGTON, op. cit., p. 38.

46 A. N. BERGER e G. F. UDELL, op. cit., pp. 13 e ss.

47 Si veda K. MATZLER, J. KEPLER, E. SCHWARZ, N. DEUTINGER, R. HARMS, *The Relationship between Transformational Leadership, Product Innovation and Performance in SMEs*, *Journal of Small Business and Entrepreneurship* 21, no. 2, 2008, p. 148.

48 A tal proposito, alcuni autori hanno evidenziato le principali differenze che connotano sotto il profilo finanziario le PMI rispetto alle grandi imprese. ABDULAZIZ M., op. cit., pp. 40 e ss., N. BERGER e G. F. UDELL, op. cit., pp. 13 e ss..

49 POLITECNICO DI MILANO, *6° Report italiano sul CrowdInvesting - Osservatori Entrepreneurship Finance Et Innovation*, luglio 2021, reperibile all'indirizzo <https://www.osservatoriefi.it/efi/wp-content/uploads/2021/08/reportcrowd2021-1.pdf>.

50 I dati relativi alle imprese quotate al 30 giugno 2021 sull'AIM sono reperibili all'indirizzo <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/mercati/euronext-growth-milan/analisi-mensili.htm>.

campagne di *crowdfunding*, una volta superate le fasi iniziali del ciclo di vita, tendono nella fase di maturità ad assestarsi dimensionalmente ed a conservare i tratti tipici delle PMI. In maggiore dettaglio, il rapporto rende noto che il numero di campagne per la raccolta di quote del c.d. capitale di rischio effettuate tramite piattaforme online autorizzate, dalla data avvio del c.d. *crowdfunding* in Italia sino al 30 giugno 2021, sono state complessivamente 831; escludendo le 60 in corso a tale data, 588 campagne si sono chiuse positivamente, mentre 183 non hanno raggiunto l'obiettivo minimo⁵¹. È opportuno precisare che il numero totale di campagne di c.d. *crowdfunding* (pari a 831) non coincide con il numero di imprese che hanno fatto ricorso a tale strumento per il reperimento di capitali di rischio (pari a 742)⁵²; ciò è dovuto ad una pluralità di motivazioni: ad esempio, alcune imprese hanno presentato più campagne di c.d. *crowdfunding* perché le precedenti non avevano conseguito il risultato.

Coerentemente con quanto argomentato, inoltre, risulta estremamente limitato il numero di imprese che nella fase di maturità è riuscita a proseguire il processo di crescita a tassi di sviluppo tali da consentire la possibile successiva trasformazione in grande impresa: delle imprese che hanno concluso con successo le 588 campagne di *crowdfunding*, alla data del 30 giugno 2021 solo una limitatissima minoranza (appena quattro)⁵³, è riuscita a svilupparsi in modo tale da consentirle la quotazione sull'AIM (oggi Euronext Growth Milan)⁵⁴.

2 Il finanziamento della Piccola e Media Impresa in Europa

Il fabbisogno di finanziamento dell'impresa, storicamente, è stato soddisfatto nel contesto europeo tramite il sistema bancario⁵⁵. In particolare, per le PMI il credito bancario, come risulta da un'indagine condotta dalla BCE nel 2015, rappresenta la principale fonte di finanziamento (77% del totale)⁵⁶.

Tale dato, di fatto, ha rappresentato e rappresenta un elemento di debolezza per le PMI soprattutto europee poiché genera una condizione di dipendenza quasi assoluta dal sistema bancario. Dipendenza che manifesta i suoi effetti nei momenti di crisi economica. Nelle fasi recessive del ciclo economico, infatti, si verifica una contrazione del credito bancario che, costituendo la fonte principale di finanziamento delle PMI, priva queste ultime delle risorse necessarie non solo per la gestione ordinaria ma,

51 6° Report del Politecnico di Milano su crowdfunding, cit., p. 18.

52 *Ivi*, p. 28.

53 *Ibidem*.

54 Ulteriori dettagli sono peraltro contenuti nel report riepilogativo delle imprese quotate sull'AIM reperibile all'indirizzo https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/mercati/euronext-growth-milan/2021/aimitalia202106_pdf.htm p. 2 e 3.

55 M. DEMARY, J. HORNIK e G. WATFE, Research Report *SME financing in the EU: Moving beyond one-size-fits-all*, IW-Report, No. 11/2016, Provided in Cooperation with: German Economic Institute (IW), Cologne, p. 6.

56 Si veda la relazione del Parlamento Europeo sull'accesso al credito per le PMI e il rafforzamento della diversità del finanziamento alle PMI nell'Unione dei mercati dei capitali - A8-0222/2016 - 29.6.2016 - (2016/2032(INI)), punto E.

soprattutto, per le fasi di avvio e di crescita delle stesse imprese⁵⁷, generando riflessi negativi sul sistema economico.

Ovviamente, la preminenza del settore bancario quale strumento di finanziamento delle PMI significa che, a livello europeo, il ricorso al mercato dei capitali da parte delle stesse PMI è ancora basso e si attesta su livelli nettamente inferiori rispetto ad altri contesti. Alcuni studi dimostrano che le PMI europee ricevono cinque volte meno finanziamenti dal mercato dei capitali rispetto alle PMI statunitensi⁵⁸.

La crisi finanziaria globale degli anni 2008/2009, e la conseguente introduzione a partire dal 2010 della normativa prudenziale di Basilea⁵⁹, hanno reso concreti gli effetti della dipendenza esclusiva nel reperimento delle risorse finanziarie da un'unica fonte. Le banche hanno, infatti, progressivamente ridotto l'erogazione del credito alle imprese. Tale fenomeno ha colpito con particolare violenza le PMI. E ciò in ragione della loro strutturale dipendenza dal canale bancario e perché si caratterizzano, generalmente, per essere valutate con *rating* creditizi peggiori (dovuti, ad esempio, alla rischiosità del *business*, a *track record* inadeguati, garanzie insufficienti) rispetto alle grandi imprese⁶⁰.

Tale fenomeno si verifica in maniera particolarmente severa nei confronti delle PMI localizzate negli Stati membri in cui la legislazione nazionale ed il livello di applicazione delle normative non è stato tale da agevolare lo sviluppo e la crescita dell'imprenditorialità⁶¹.

La crisi economica connessa alla pandemia da Covid-19 ha influenzato in modo non omogeneo sulle imprese. Le PMI risultano essere colpite in modo particolarmente marcato. Con riferimento al mercato italiano, infatti, il 18,1% delle piccole imprese ed il 14,3% delle medie imprese si sono ritrovate in situazioni di difficoltà a seguito della crisi economica recente, mentre solo il 6,4% delle grandi imprese ha registrato conseguenze economiche negative⁶².

Al fine di limitare l'impatto recessivo dello *shock* da Covid-19, i governi e le banche centrali di tutto il mondo hanno adottato politiche volte a fornire liquidità alle

57 Così T.C. Barbu e A.I. STRĂCHINARU, *Capital Markets Union: Opportunities and Impact On The European Financial Market 2016* in *Studies in Business and Economics* no. 11(2)/2016 - 140 - DOI 10.1515/sbe-2016-0028, pp. 141 e ss.

58 Si veda M. DEMARY, J. HORNİK e G. WATFE, op. cit., p. 6.

59 Il tema è tuttora centrale. Per evitare eccessive penalizzazioni nei confronti delle Piccole e Medie Imprese, il punto 4 lettera B dell'Allegato 1 al progetto di revisione dell'Action Plan della CMU (reso pubblico nel mese di settembre 2020) prevede infatti che "il riesame del regolamento/della direttiva sui requisiti patrimoniali mira ad evitare che l'attuazione di Basilea III abbia un impatto indebito sugli investimenti a lungo termine delle banche in capitale proprio delle PMI". Si veda sul punto anche l'allegato 1 al nuovo Piano di Azione della Commissione Europea *Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, p. 2.

60 A tal proposito, F. BREMUSA e K. NEUGEBAUER, *Reduced cross-border lending and financing costs of SMEs*, *Journal of International Money and Finance* Volume 80, February 2018, Pages 35-58, p. 37 hanno evidenziato che nel periodo dal 2008 al 2013, le PMI europee hanno registrato una rilevante riduzione del volume dei crediti erogati da parte del sistema bancario.

61 Si veda M. DEMARY, J. HORNİK e G. WATFE, op. cit., pp. 26-27.

62 Si veda E. CARLETTI, T. OLIVIERO, M. PAGANO, L. PELIZZON e M. G. SUBRAHMANYAN, *The Covid-19 Shock and Equity Shortfall: Firm-level Evidence from Italy*, CEPR, Discussion Papers, 14831, 2020, p. 3.

imprese, indipendentemente dalle loro dimensioni. Questa liquidità è stata iniettata direttamente attraverso il sistema bancario, principalmente sotto forma di prestiti o garanzie di credito⁶³.

I finanziamenti provenienti tanto dalle istituzioni nazionali e sovranazionali quanto dal settore bancario, pur essendo fondamentali per la ripresa europea nel breve termine, non potranno essere di ammontare tale da soddisfare le future necessità finanziarie dell'industria europea⁶⁴. Inoltre, il sostegno alla liquidità alle imprese sotto forma di debito, per quanto necessario nel breve termine, non risulterà sufficiente a garantire la sopravvivenza delle imprese nel medio e lungo termine; ciò perché il finanziamento delle imprese attraverso il debito – soprattutto di quelle già in difficoltà nella fase antecedente alla crisi economica da Covid 19 – comporta uno sbilanciamento della struttura di capitale verso strumenti di debito⁶⁵. L'incremento di c.d. capitale di debito porta come conseguenza un incremento della loro leva finanziaria (rapporto debito/*equity*) che genera un aumento del rischio di insolvenza⁶⁶. Tale circostanza implica un peggioramento della loro capacità di reperire risorse finanziarie.

La crisi economica connessa alla pandemia in atto, dunque, mette in luce l'urgente necessità di pensare alla solvibilità e non alla sola liquidità delle imprese⁶⁷.

Per quanto fin qui detto, l'accesso al credito bancario da parte delle PMI è diventato sempre più difficoltoso nel corso degli ultimi anni e ciò ha reso necessario l'ampliamento del ricorso al mercato dei capitali da parte di tale categoria di imprese. Le imprese europee avranno quindi sempre maggiore necessità di ricorrere al c.d. capitale di rischio proprio o di investitori terzi e, attraverso un migliore bilanciamento della struttura di capitale, diventare più resilienti⁶⁸. Il sostegno proveniente dai mercati dei capitali in tal senso costituirà la linfa vitale che rinforzerà la ripresa e la crescita futura delle piccole e medie imprese, e più in generale dell'economia europea, nel lungo termine⁶⁹. Anche in ragione di ciò, la Commissione ha posto in essere, come di seguito si

63 Si veda B. BECKER, U. HEGE e P. MELLA-BARRAL, *Corporate debt burdens threaten economic recovery after COVID-19: Planning for debt restructuring should start now*, VoxEU.org, 21 March, 2020, reperibile all'indirizzo <https://voxeu.org/article/corporate-debt-burdens-threaten-economic-recovery-after-covid-19>.

64 In particolare, il nuovo Piano contiene misure volte a contenere le conseguenze della crisi economica conseguente alla pandemia in atto, che potrebbe determinare la ristrutturazione di moltissime imprese. Finanziamenti insufficienti e inadeguati, associati alla mancanza di capitali nella struttura di finanziamento, potrebbero indebolire le imprese e rallentare la ripresa, mettendo l'intera Unione Europea in una posizione di svantaggio rispetto ad altre economie che presentano strutture di finanziamento maggiormente diversificate. Ciò è dovuto in parte al fatto che numerose di tali imprese non dispongono delle garanzie reali materiali richieste per ottenere prestiti bancari. Per approfondimenti si veda il nuovo Piano di Azione della Commissione Europea, cit., pp. 3 e ss..

65 Si veda E. CARLETTI, T. OLMIERO, M. PAGANO, L. PELIZZON e M. G. SUBRAHMANYAN, op. cit. p. 1.

66 *Ibidem*.

67 Si veda A. BOOT, E. CARLETTI, H. H. KOTZ, J. P. KRANHEN, L. PELIZZON and M. G. SUBRAHMANYAM, *Coronavirus and financial stability 3.0: Try equity-risk sharing for companies, large and small*, VoxEU.org, 2 April, 2020, p. 1.

68 Si veda il nuovo Piano di Azione della Commissione Europea, cit., pp. 3 e ss.

69 *Ibidem*.

vedrà, una pluralità di misure ed iniziative volte a favorire l'accesso al mercato dei capitali da parte delle imprese di minori dimensioni⁷⁰.

3 La Piccola e Media Impresa nella Capital Market Union

In ragione della centralità e della rilevanza delle PMI e dei problemi che le affliggono, come sopra visto, nell'ambito del progetto della Capital Market Union (di seguito anche "CMU" o "Unione dei Mercati dei Capitali") sono state implementate una serie di iniziative e misure specificamente rivolte alle Piccole e Medie Imprese.

Le piccole e medie imprese, al pari delle grandi imprese, competono in un contesto sempre più dinamico e globale ma risultano più vulnerabili – proprio in ragione delle loro ridotte dimensioni⁷¹ – alla concorrenza, in particolare quando operano in mercati nei quali sono richiesti elevati *standard* tecnologici e competenze di alto livello⁷². La maggiore vulnerabilità delle PMI, inevitabilmente, va ad incidere sui rischi e sulla redditività dell'attività d'impresa e, conseguentemente, sull'attrattività del profilo rischio/rendimento degli strumenti finanziari emessi da queste.

In linea generale, le misure e le iniziative messe in campo con il progetto di CMU hanno la finalità di rimuovere gli ostacoli allo sviluppo delle PMI. Per raggiungere tale obiettivo, numerose misure della CMU incentivano il ricorso al mercato da parte delle PMI nella ricerca delle risorse finanziarie, creando le condizioni affinché i flussi di risparmio privato possano confluire nei progetti di sviluppo delle Piccole e Medie Imprese⁷³.

Il principale ostacolo nel conseguire tale obiettivo, in molti casi, è rappresentato dal fatto che le *performance* ed i rischi (di liquidità, di mercato e di credito) degli strumenti finanziari emessi dalle PMI risultano scarsamente attrattivi per i risparmiatori⁷⁴.

70 Cfr. G. BUSCEMI, S. NARIZZANO, F. SAVINO e G. VIGGIANO, *L'impatto della crisi da Covid-19 sull'accesso al mercato dei capitali delle PMI italiane*, in Note Covid-19 della Banca d'Italia del 12 gennaio 2021, p. 15, secondo i quali l'ipotetica quotazione di tutte le Piccole e Medie Imprese che presentano i requisiti per accedere al mercato AIM contribuirebbe peraltro a ridurre il sotto dimensionamento del mercato azionario italiano rispetto a quelli delle maggiori economie; ciò incrementerebbe il rapporto capitalizzazione/PIL al 40 per cento (dal 36 per cento rilevato alla fine del 2019).

71 Sebbene non vi sia accordo in letteratura sul fatto che le PMI generino maggiore crescita rispetto alle grandi imprese, alcuni studi suggeriscono che le grandi imprese possano risentire maggiormente degli effetti di cicli economici internazionali negativi rispetto alle PMI, anche sotto il profilo occupazionale. Si veda per una disamina della letteratura sul punto G. MOSCARINI e F. POSTEL-VINAY, *The Contribution of Large and Small Employers to Job Creation in Times of High and Low Unemployment*, American Economic Review 2012, 102(6): 2509-2539, pp. 2510 e ss..

72 In tal senso si esprimono N. CLIFTON, R. HUGGINS, B. MORGAN e P. THOMPSON, *An Appropriate Tool for Entrepreneurial Learning in SMEs? the case of the '20Twenty Leadership Programme*, Local Economy, 2015, 30(5), 534-556, p. 541.

73 Così T.C. BARBU e A.I. STRĂCHINARU, op. cit., 141.

74 *Ibidem*.

A tal riguardo, occorre considerare che il sentiero di crescita di una *start up* innovativa⁷⁵ si discosta da quello delle altre tipologie di imprese⁷⁶. Alcuni autori hanno mostrato che le *start up* innovative si caratterizzano per un maggiore livello di rischio-sità del *business*, in ragione dell'elevato livello di innovazione del prodotto/servizio realizzato, che rende difficoltosa la previsione dei possibili andamenti aziendali futuri⁷⁷. A fronte di tale maggiore rischiosità, le *start up* innovative presentano – in caso di successo imprenditoriale, che le porta ad accedere alle successive fasi di sviluppo ed a trasformarsi in imprese di Piccole o Medie dimensioni – un tasso di sviluppo dimensionale e di redditività nettamente più elevato se confrontato con le altre tipologie di imprese⁷⁸. Tale peculiarità rende le PMI innovative particolarmente attrattive per investimenti in capitali di rischio da parte dei *venture capitalist*⁷⁹.

4 Il ricorso al risparmio diffuso per reperire c.d. capitale di rischio

Il problema è, dunque, quello del reperimento del c.d. capitale di rischio, limitatamente alle PMI, tramite raccolta del risparmio tra il pubblico. Il tema, ovviamente, non è nuovo e ciò consente di poter affrontare la materia beneficiando della "esperienza pregressa", evitando così di essere soggiogati dal fascino di soluzioni semplicistiche, quali la deregolamentazione intesa come assenza di regole, nella ricerca di soluzioni innovative per abbattere i costi e gli oneri amministrativi che il ricorso al mercato dei capitali richiede.

75 La definizione di *start up* innovativa è contenuta nell'art. 25 c. 2 del d.l. 179/2012 e fa riferimento ad una impresa nuova - o costituita da non più di 5 anni -, con residenza in Italia o in altro Paese UE (se con sede produttiva o filiale in Italia); l'impresa non deve essere il risultato di operazioni di fusione, scissione o cessione di ramo d'azienda. L'oggetto sociale esclusivo o prevalente deve essere l'innovazione tecnologica. L'impresa deve presentare un valore annuo della produzione inferiore a 5 milioni di euro, non deve distribuire utili e non deve essere quotata in un mercato regolamentato o in una piattaforma multilaterale di negoziazione.

Il legislatore ha successivamente esteso il campo d'intervento delle misure di sostegno a tutte le imprese innovative, indipendentemente dal loro livello di maturità; sulla base di quanto espressamente disciplinato dall'art. 4 del d.l. 3/2015, in caso di successo, le *start up* innovative diventate mature, che continuano a caratterizzarsi per una significativa componente di innovazione, possono infatti trasformarsi in PMI innovative senza perdere il diritto ai relativi benefici.

76 Si esprimono in tal senso M. SAMUELSSON e P. DAVIDSSON, in *Does venture opportunity variation matter? : Investigating systematic process differences between innovative and imitative new ventures*, 2009, *Small Business Economics*, - 0921-898X - 1573-0913., 33:2, s. 229-255, p. 2.

77 Per una disamina approfondita della tematica si veda A. COLOMBELLI, J. KRAFFT e M. VIVARELLI, *To Be Born Is Not Enough: The Key Role of Innovative Startups*, 2016, IZA Discussion Papers, No. 9733, Institute for the Study of Labor (IZA), Bonn, p. 17 e ss..

78 *Ibidem*.

79 Per "*venture capital*" viene intesa l'attività di investimento istituzionale in capitale di rischio di aziende non quotate, in fase di *start up*, caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo (per maggiori dettagli si veda il sito di Borsa Italiana all'indirizzo <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/venture-capital.html>). In letteratura numerosi autori hanno analizzato il fenomeno del *venture capital*; per una disamina si veda S.TEKER e D. TEKER, op. cit. pp. 631-632. Per una rassegna della letteratura che analizza le relazioni che i *venture capitalist* intrattengono con le *start up* innovative si veda A. COLOMBELLI, J. KRAFFT e M. VIVARELLI, op. cit., p. 20.

La raccolta del risparmio tra il pubblico e il suo impiego quale capitale della società genera problemi che esulano dalle soluzioni offerte dal diritto patrimoniale comune⁸⁰. "La massima parte delle negoziazioni che avvengono sul mercato sono contrattazioni di massa ed impersonali per le quali gli strumenti di diritto comune (ad esempio correttezza e buona fede) non trovano spazio"⁸¹.

Dal punto di vista prevalentemente civilistico, i problemi che genera il ricorso da parte dell'imprenditore al risparmio diffuso per il finanziamento della propria attività sono quelli propri del contratto quando le parti hanno diversa forza contrattuale e, in particolare, quando una di esse è in grado di dettare le condizioni⁸². La risposta dell'ordinamento è stata quella di offrire tutela alla parte debole, in modo da ricostituire la parità tra le parti⁸³.

L'esperienza mostra che in una prima fase, quando il ricorso al risparmio è ancora circoscritto ad una fascia numericamente ristretta di risparmiatori facoltosi, l'intervento del legislatore si è articolato lungo due direzioni. Da un lato, si è fatto ricorso alla tecnica della tipizzazione del contratto stabilendo, così, per legge i diritti delle parti. Dall'altro, il legislatore è intervenuto con una serie di norme tese a rendere affidabili le informazioni fornite dall'imprenditore, con particolare attenzione a quelle contabili che risultano indispensabili per la valutazione della gestione e, conseguentemente, per l'esercizio del voto e delle eventuali azioni giudiziarie⁸⁴. Il principio di trasparenza, "oltre a stare al vertice delle discipline che regolano i diversi segmenti del mercato finanziario – ovverosia bancario, mobiliare ed assicurativo – rivela pari importanza per la funzione che esercita nel delicato equilibrio dei rapporti tra organi sociali e, soprattutto al loro interno, per un più efficiente e corretto svolgimento dei poteri e delle prerogative che ai medesimi competono. [...] Essendo l'asimmetria informativa un tratto caratterizzante ed ineludibile della relazione tra investitori e società emittenti, ne discende che, in mancanza di un'adeguata trasparenza e di un conseguente articolato e ben funzionante circuito informativo, i soci non sarebbero in grado di applicare i rimedi normativi e, ancor più a monte, di esercitare consapevolmente i loro diritti amministrativi"⁸⁵.

80 G. VISENTINI, *Le filosofie della società per azioni e l'esperienza italiana*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 756; R. Costi, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, 2018, p. 5.

81 R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, op. cit., 5; F. MERUSI, *Il potere normativo delle autorità indipendenti*, in *L'autonomia privata e le autorità indipendenti*, a cura di G. GITTI, il Mulino, 2006, 48; M. ORLANDI, *Autonomia privata e autorità indipendenti*, in *L'autonomia privata e le autorità indipendenti*, cit., p. 74.

82 Per la seguente tesi cfr. G. VISENTINI, op. cit., pp. 756 e ss..

83 F. MERUSI, op. cit., p. 48.

84 F. MERUSI, op. cit., p. 49, in merito all'intervento delle autorità amministrative indipendenti a ciò finalizzati fa riferimento ad "atti amministrativi 'sostitutivi' di atti negoziali che i privati non pongono in essere nel contraddittorio concorrenziale".

85 C. AMATUCCI, *L'efficienza dell'«insider control system» e l'informazione «privata» destinata al Consiglio di sorveglianza*, in *AGE*, 2/2007, p. 395; R. ROSAPEPE, *Corretta amministrazione, codici di comportamento ed informazione*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 187; cfr., inoltre, S. J. GROSSMAN, J., STIGLITZ, *Information and Competitive Price System*, in *Am. Econ. Rev.*, 1980, p. 393; Id., *On the impossibility of Informationally Efficient Markets*, in *Am. Econ. Rev.*, 1980, p. 421; A. T. KRONMAN, *Mistake, Duty of Disclosure, Information and Law of Contracts*, in *Journal of Leg. Stud.*, 1978, p. 4; W. GORMELEY, *Disclosure of future oriented information under the Securities laws*, in *Yale journal*, 88, 1978, p. 336; M. FOSCHINI, *Il diritto dell'azionista alle informazioni*, Milano, Giuffrè, 1959.

In una seconda fase, quando il ricorso al risparmio è rivolto ad una fascia numericamente ampia di risparmiatori che contribuiscono con importi modesti, così modesti da non essere in grado di giustificare i costi per l'esercizio delle prerogative che ai soci vengono riconosciute dalla legge, il legislatore ha introdotto, quale ulteriore strumento a tutela del contraente debole, le autorità amministrative indipendenti attribuendole essenzialmente una duplice funzione. Garantire la "qualità delle negoziazioni e la sufficienza ed attendibilità delle informazioni". Il loro ruolo, in origine, è quello di rafforzare i meccanismi di diritto privato, non sostituirli o integrarli. La decisione spetta e resta al risparmiatore/socio⁸⁶.

Con il ricorso al risparmio diffuso si determina, naturalmente, l'azionariato diffuso con l'ulteriore conseguenza che tra i soci si distinguono quelli influenti o di controllo e i piccoli azionisti. Questi, individualmente, rappresentano una parte minoritaria del capitale ma spesso, complessivamente considerati, rappresentano la maggioranza dello stesso capitale. I soci influenti sono i soci che detengono una partecipazione che giustifica i costi necessari ad esercitare le citate prerogative del socio e, in particolare, ad esercitare il diritto di voto e ad esperire le azioni giudiziarie. I piccoli azionisti sono coloro che detengono una partecipazione tanto esigua da non consentir loro di esercitare le prerogative del socio. In luogo dell'esercizio delle proprie prerogative, gli azionisti di minoranza manifestano la propria volontà in merito alla gestione della società negoziando le azioni sul mercato. Tale comportamento è stato sintetizzato affermando che "l'azionariato diffuso è socio della borsa piuttosto che di una specifica società"⁸⁷.

Il legislatore, a fronte dell'assenteismo dei piccoli azionisti, ha ulteriormente rafforzato la tutela del contraente debole, aggravando la responsabilità dei gestori e rafforzando i controlli interni ed esterni alla società.

Il finanziamento dell'attività d'impresa assume dei tratti ulteriori quando tale operazione viene analizzata non isolatamente ma nel contesto di un'economia di mercato⁸⁸. L'operazione di finanziamento non ha più solo il fine di finanziare la singola impresa ma anche quello di essere strumento di efficiente allocazione delle risorse perseguendo, così, la crescita e lo sviluppo economico. Il finanziamento dell'impresa viene letto, in tale prospettiva, quale trasferimento di risorse monetarie dai soggetti che ne dispongono in eccesso rispetto al loro fabbisogno ai soggetti che necessitano di ulteriori risorse monetarie rispetto a quelle di cui dispongono. I primi vengono identificati quali unità in *surplus* e i secondi quali unità in *deficit*.

Gli scambi del mercato finanziario sono irti di difficoltà. In particolare, il buon fine del trasferimento si scontra con i costi di transazione, le asimmetrie informative e la diversità nelle preferenze.

86 Sul punto F. MERUSI, op. cit., p. 49, attribuisce alle autorità di regolazione funzioni di supplenza della libertà economica ponendo in essere "atti amministrativi 'sostitutivi' di negozi giuridici privati".

87 G. VISENTINI, op. cit., p. 756.

88 Per la ricostruzione di seguito operata cfr. A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, pp. 3 e ss..

I costi di transazione sono i costi necessari alla realizzazione dello scambio e sono tradizionalmente identificati nei costi di ricerca della controparte, nei costi necessari alla negoziazione, in quelli necessari per la redazione del contratto e in quelli necessari per monitorare l'esatta esecuzione dello stesso contratto.

Strutturalmente tra le unità in *surplus* e quelle in *deficit* sussiste un rapporto di asimmetria informativa per cui le prime dispongono di minori informazioni rispetto alle seconde. Il rischio principale che devono affrontare le unità in *surplus* è la mancata restituzione delle risorse trasferite alle unità in *deficit*. La remunerazione in base alla quale concedere il finanziamento sarà il riflesso del rischio di mancata restituzione. L'identificazione di tale rischio dipende da un insieme di informazioni di cui, la gran parte, riguardano proprio l'unità in *deficit*. Tale situazione di asimmetria informativa può essere sfruttata dall'unità in *deficit* nascondendo alle unità in *surplus* la reale situazione, ottenendo così risorse che altrimenti non avrebbe ricevuto. Tale comportamento opportunistico determina una inefficiente allocazione delle risorse. In assenza del comportamento opportunistico da parte del prestatore, infatti, i risparmiatori avrebbero destinato le proprie risorse ad un impiego effettivamente produttivo che, oltre a remunerare le stesse unità in *surplus* avrebbe generato sviluppo economico. Inoltre, il rischio che l'unità in *deficit* ponga in essere un comportamento opportunistico genera un fenomeno di selezione avversa. L'investitore, infatti, per coprirsi del rischio che tale comportamento si manifesti cederà le proprie risorse monetarie per un corrispettivo maggiore rispetto all'ipotesi in cui tale rischio sia assente. Tale aumento del costo del capitale viene valutato diversamente dalle unità in *deficit* che assumono un comportamento corretto rispetto a quelle che assumono un comportamento opportunistico. Le prime considerano ingiustificato l'aumento del costo e giudicando non più conveniente l'operazione escono dal mercato. Le seconde, invece, non si preoccupano dell'aumento del costo del finanziamento, in quanto ottengono delle risorse che senza il loro scorretto comportamento non avrebbero ottenuto. Ciò determina una selezione avversa per cui sul mercato restano solo le imprese che operano scorrettamente le quali, non avendo merito per il capitale ricevuto, non sono in grado di utilizzarlo in modo produttivo. Ciò determina che le unità in *surplus* rischieranno non solo di non essere remunerate ma anche di perdere il capitale trasferito e, inoltre, l'impiego del capitale non avrà prodotto crescita e sviluppo economico.

Le unità in *surplus* e quelle in *deficit* sono asimmetriche anche in relazione alla propensione al rischio e all'orizzonte temporale. Le prime, normalmente, hanno una bassa propensione al rischio e sono orientate al breve termine. Le seconde, invece, si caratterizzeranno per un'elevata propensione al rischio e un orizzonte temporale di medio-lungo termine. L'asimmetria nelle preferenze costituisce, quindi, un ulteriore ostacolo alla corretta allocazione delle risorse.

Il luogo in cui il descritto "bisogno finanziario"⁸⁹ trova soddisfazione è il sistema finanziario⁹⁰, rappresentando la risposta dell'ordinamento al superamento degli ostacoli, ora sinteticamente accennati, che si frappongono ad una efficiente e produttiva circolazione dei capitali. Il sistema finanziario costituisce, infatti, quello "insieme di istituzioni e strumenti che consentono il trasferimento delle risorse monetarie dalle unità in *surplus* alle unità in *deficit*, al fine di consentirne un'allocazione efficiente e permettere la crescita e lo sviluppo economico, secondo una pluralità di meccanismi che consentono di remunerare la disponibilità di denaro offerta dalle unità in *surplus* alle unità in *deficit*"⁹¹.

I bisogni finanziari, cioè la necessità di disporre di denaro, si distinguono in bisogni finanziari in senso stretto e bisogni finanziari in senso lato. I primi indicano l'esigenza di un individuo di risorse necessarie a finanziare la propria spesa o il fabbisogno di risorse finanziarie necessarie ad un'impresa per la propria costituzione e funzionamento. I secondi, invece, costituiscono una categoria eterogenea e residuale che varia in rapporto al singolo, individuo o impresa, e al contesto in cui opera⁹².

I bisogni finanziari in senso stretto vengono soddisfatti essenzialmente tramite due modalità, e cioè tramite un circuito diretto o tramite un circuito indiretto⁹³. Nel primo caso le parti dello scambio si incontrano direttamente. Nel secondo caso, invece, il soggetto in *surplus* non incontra direttamente il soggetto in *deficit*, non sono cioè parti dirette dello scambio, interponendosi tra loro un intermediario.

La conclusione del contratto tramite il circuito diretto può avvenire senza la mediazione di un intermediario o beneficiando dell'assistenza di un intermediario tesa ad agevolare la conclusione del contratto. In entrambe le varianti il rischio dell'investimento resta in capo all'unità in *surplus*.

Di tali brevi considerazioni bisogna tener conto nella valutazione delle modalità di raccolta delle risorse necessarie a costituire il c.d. capitale di rischio delle PMI. E, in particolare, quando, con la finalità di dare risorse all'economia reale, si fa appello alle nuove tecnologie per abbattere i costi dell'intermediazione, così come è avvenuto, ad esempio, con il ricorso al *crowdfunding*⁹⁴.

Innanzitutto, il ricorso a nuove tecnologie per facilitare lo scambio di moneta costituisce una forma di intermediazione⁹⁵ e, pertanto, l'operazione si colloca all'interno del sistema finanziario. In particolare, l'utilizzo di piattaforme elettroniche che consentono l'incontro tra la domanda e l'offerta, accessibili tramite *internet* è stato qualificato come una forma di intermediazione alternativa all'attività prestata dalle

89 Per la definizione di bisogno finanziario cfr. A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Diritto commerciale*, a cura di M. CIAN, IV. Diritto del sistema finanziario, Giappichelli, 2020, pp. 1 e 14.

90 *Ivi*, p. 14.

91 A. PERRONE, op. cit., 5; A. SCIARRONE ALIBRANDI, op. cit., p. 14.

92 A. SCIARRONE ALIBRANDI, op. cit., p. 14.

93 Per la seguente ricostruzione cfr. A. SCIARRONE ALIBRANDI, op. cit., p. 14.

94 V. DE STASIO, *Il Crowdfunding*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Zanichelli, 2020, p. 2328.

95 A. SCIARRONE ALIBRANDI, op. cit., p. 16.

banche e dalle imprese di investimento⁹⁶. Altri, sottolineando il ricorso alle nuove tecnologie hanno inquadrato il fenomeno come una forma di "re-intermediazione" del contatto tra finanziato e finanziatore che, pur svolgendosi senza previo contatto con intermediari tradizionali – prestatori di servizi bancari e di investimenti – fa necessariamente uso di un portale, per il contatto tra la folla (*crowd*) e l'ideatore del progetto da finanziare⁹⁷

L'operazione da realizzare consiste nel trasferimento di moneta da unità in *surplus*, risparmiatori, ad unità in *deficit*, impresa, e tale moneta è impiegata quale c.d. capitale di rischio di quest'ultima. Il risparmiatore a trasferimento perfezionato, e cioè adempiuto il contratto tramite il quale viene trasferita la moneta, assume lo *status* di socio. L'investimento sarà retribuito con la partecipazione agli utili derivanti dall'esercizio dell'attività economica. Il rischio principale nel quale incorre l'investitore decidendo di partecipare all'impresa è quello relativo all'insuccesso dell'impresa che ha deciso di sostenere.

5 La trasparenza

È evidente che la ricerca di capitali di rischio presso le unità in *surplus* impone la realizzazione di un'operazione di massa⁹⁸. Essendo i destinatari indefiniti per numero e identità, la raccolta non può avvenire tramite titoli individuali ma deve necessariamente avere ad oggetto titoli di massa, ossia di una grande quantità di titoli di serie, cioè di più titoli di eguale contenuto emessi da uno stesso emittente nell'ambito di una stessa operazione giuridica⁹⁹. Tale condizione determina, come sopra visto, l'insufficienza della disciplina di diritto comune per la sua regolamentazione e l'introduzione di una disciplina a tutela del contraente debole. Essenziale a tale scopo è far sì che le informazioni fornite dal prenditore della moneta siano affidabili. La trasparenza è lo strumento principe per combattere le conseguenze che genera l'asimmetria informativa che distingue le due parti del contratto e, soprattutto, per garantire che le risorse finanziarie siano impiegate al servizio dello sviluppo e della crescita economica¹⁰⁰.

Condizione imprescindibile per soddisfare il bisogno finanziario dell'impresa, come sopra definito, è, quindi, l'eliminazione dell'asimmetria informativa tra le parti del contratto. Si consente così all'investitore di adottare la propria scelta di investimento quale frutto di un percorso ragionato e non quale semplice intuizione.

96 A. PERRONE, op. cit., p. 18.

97 V. DE STASIO, op. cit., p. 2326.

98 *Ivi*, p. 2328, "Di per sé, si tratta di ipotesi comunque astrattamente riconducibili alla disciplina generale, e dunque a rischio di ricadere, superata una certa soglia o un certo numero di aderenti all'iniziativa, in fattispecie non consentite di sollecitazione del risparmio non autorizzata".

99 Cfr. per la definizione di titoli di massa A. GRAZIANI, G. MINERVINI, U. BELVISO e V. SANTORO, *Manuale di diritto commerciale*, Wolters Kluwer Cedam, 2020, p. 626.

100 In arg. cfr. N. ABRIANI e G. SCHENEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione.IT, Corporate governance e Corporate Social Responsibility*, in Riv. soc. 2020, p. 1326; U. TOMBARI, *Intelligenza artificiale e corporate governance nella società quotata*, in Riv. soc. 2021, p. 1432.

6 La riscoperta del socio

Il reperimento di capitali di rischio costituisce un fattore critico per lo sviluppo delle imprese – specie se innovative – che si trovano nella fase di *start-up*, dato che proprio in tale fase il ricorso al c.d. capitale di debito risulta particolarmente difficoltoso, oltre che costoso, come sopra accennato. In aggiunta alle modalità più tradizionali, quali *business angel* e *venture capitalist*¹⁰¹, per la raccolta di capitali di rischio le imprese possono promuovere specifiche campagne mediante portali di c.d. *equity crowdfunding*¹⁰². Il successo di tali campagne è fortemente influenzato da alcune peculiarità dell'investimento in c.d. capitale di rischio di una *start up*, quali: assenza di adeguati *track record*; notevole incertezza di esito positivo del *business* che determina elevati rischi di illiquidità e di perdita totale o parziale del capitale investito; problemi di agenzia, di *moral hazard* e di opacità informativa¹⁰³. Tali fattori sembrano rendere questa tipologia di investimento scarsamente attrattiva per la gran parte dei risparmiatori *retail*¹⁰⁴.

Preso atto di ciò, per comprendere i motivi del successo di numerose campagne poste in essere nel corso degli ultimi anni, alcuni autori hanno puntualmente esaminato le motivazioni che guidano le decisioni degli investitori nel partecipare ad una campagna di c.d. *equity crowdfunding*¹⁰⁵. È stato così riscontrato che i soli rendimenti finanziari non influenzano significativamente la decisione dei partecipanti ad aderire;

101 Si veda A. N. BERGER e G. F.UDELL, op. cit., p. 7 e ss. Per una disamina della letteratura si veda anche Teker, Suat e Teker, Dilek, op. cit., pp. 631-632.

P. Agstner, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, op. cit., pp. 382 e ss. evidenziano che il ruolo svolto dai business angel è vitale nella fase di avvio della *start up* per il reperimento delle risorse economiche necessarie all'implementazione del progetto imprenditoriale; i Venture Capitalist, al di là degli aspetti meramente finanziari, hanno anche un valore strategico per il fondatore nella fase di espansione (che si colloca temporalmente nella fase immediatamente successiva a quella di avvio) per la consulenza e la reputazione apportati all'impresa.

I citati autori offrono poi un'analisi della realtà statunitense. Negli Stati Uniti, i finanziamenti erogati dagli angels alle *start up* oscillano tra un minimo di centomila ed un massimo di 1 o 2 milioni di dollari; tale importo medio è, di norma, più limitato rispetto al caso dei venture capitalist, che tendono a concedere finanziamenti più corposi – tra i 2 e 10 milioni di dollari –, con una durata media dell'investimento di circa 5 anni. Gli angels, inoltre, generalmente stipulano contratti di investimento più semplificati rispetto agli accordi in uso per i venture capitalist, i quali, in ragione dei più cospicui investimenti, fanno ricorso a contratti più complessi che si caratterizzano per la presenza di vincoli maggiormente stringenti.

102 Si veda D. CUMMING e L. HORNUF, op. cit., pp. 16 e ss.

103 Si veda N.HUYGHEBAERT e VAN DE GUCHT, op. cit., p. 3. P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, op. cit., p. 380, in proposito rilevano che «il finanziatore è particolarmente esposto al rischio di azzardo morale da parte del fondatore, il quale potrebbe opportunisticamente utilizzare le somme erogate per finalità estranee allo sviluppo del progetto imprenditoriale o, più semplicemente, non dedicare sufficienti sforzi ed energie in vista del raggiungimento degli obiettivi aziendali stabiliti».

104 In arg. cfr. S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Giuffrè, 2021, p. 183 e ss.

105 Per una disamina della letteratura che si è interessata del tema si veda A.WUILLAUME, A. JACQUEMIN, F. JANSSEN, *The right word for the right crowd: an attempt to recognize the influence of emotions*, 2018, International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research, pp. 1 e ss., reperibile all'indirizzo <https://doi.org/10.1108/IJEBR-10-2017-0412>.

Hanno condotto alcune indagini empiriche sul tema WASIUZZAMAN, SHAISTA, LEE, CHONG L., BOON, ONG H. e CHELVAM, HELMALATHA P., *Examination of the Motivations for Equity-Based Crowdfunding in an Emerging Market*, 2021, J. Theor. Appl. Electron. Commer. Res. 16, no. 2, reperibile all'indirizzo <https://doi.org/10.4067/S0718-18762021000200105>, p. 77.

piuttosto, sono la componente emotiva, il desiderio di entrare a far parte di una comunità, gli elementi di innovazione e la fiducia nel successo del progetto imprenditoriale che vanno a condizionare sensibilmente la decisione di prendere parte all'iniziativa¹⁰⁶.

In altri termini, l'investitore di una campagna di c.d. *equity crowdfunding* non valuta la potenziale partecipazione esclusivamente in base alle sole valutazioni finanziarie, ma anche e soprattutto in ragione del proprio intuito e del contenuto emozionale che suscita il progetto¹⁰⁷. Il partecipante ad una campagna di c.d. *equity crowdfunding* non è quindi inquadrabile come mero investitore; egli, piuttosto, sposando l'idea, condividendo il progetto imprenditoriale ed accollandosi i rischi di illiquidità e di perdita totale o parziale del capitale investito, assume più propriamente i connotati tipici del socio della *start up*.

Tutto ciò trova corrispondenza nelle esigenze del proponente l'investimento. Come è stato evidenziato esistono operazioni il cui rischio è possibile affrontare solo con capitale proprio¹⁰⁸, di rischio per l'appunto. Il bisogno che l'impresa deve soddisfare non è, quindi, semplicemente quello di reperire risorse finanziarie per consentire la realizzazione del proprio progetto, cioè di trovare investitori nel senso sopra detto.

Il bisogno più complesso che l'impresa deve soddisfare è quello di reperire soci, cioè unità in *surplus* disposte a farsi carico del rischio d'impresa, e con il suo stesso orizzonte temporale dell'investimento.

Prassi diffusa, invece, tra le società che "promuovono campagne di raccolta, soprattutto sui portali domestici, consiste nella differenziazione, sotto il profilo dei diritti di voto, delle quote destinate agli investitori *crowdfunders* in funzione dell'entità dell'investimento effettuato, di guisa che per le sottoscrizioni situate sotto una certa soglia il voto risulti sterilizzato"¹⁰⁹. Strategia, questa, tesa a "contenere l'impatto degli investitori sugli assetti partecipativi e organizzativi della società"¹¹⁰. E ciò sull'assunto che esiste "un *trade-off* tra l'esigenza di condividere con i soci *crowdfunders* una sufficiente quantità di diritti di voto e di controllo, al fine di incentivare il loro investimento, e quella di mantenere stabile il governo da parte dei soci di controllo"¹¹¹. Impostazione questa che, evidentemente, cerca una soluzione al problema del bilanciamento dei diritti e dei poteri tra soci di maggioranza e soci di minoranza¹¹² e che, sebbene faciliti l'investimento, è a valle del problema della definizione del bisogno che l'impresa deve soddisfare aprendosi a finanziatori esterni e al conseguente problema del bilanciamento tra i costi connessi alla piena conformazione agli obblighi

106 Si veda A. WUILLAUME, A. JACQUEMIN, F. JANSSEN, (2018), op. cit., p. 1 e ss. e WASIUZZAMAN, SHAISTA, LEE, CHONG L., BOON, ONG H. e CHELVAM, HEMALATHA P., op. cit., p. 77.

107 WASIUZZAMAN, SHAISTA, LEE, CHONG L., BOON, ONG H. e CHELVAM, HEMALATHA P., op. cit., p. 77.

108 G. VISENTINI, op. cit., p. 769.

109 S. CORSO, op. cit., p. 189.

110 *Ibidem*.

111 *Ivi*, p. 188.

112 *Ibidem*.

d'informazione che gravano sull'emittente e la capacità finanziaria della PMI. In relazione all'operazione in esame, poi, la mancanza di un mercato secondario del titolo potrebbe essere parzialmente coperta da un rafforzamento dei diritti di *exit* del socio¹¹³.

La soluzione al problema della tutela dell'investitore, prima, e del socio, poi, è nell'esperienza di altri ordinamenti¹¹⁴, individuata nel porre un limite massimo all'investimento, mettendo in conto la perdita secca del capitale senza alcuna concreta possibilità di difesa dei propri interessi.

Tutto quanto fin qui detto, pone il problema, innanzitutto, di individuare le informazioni che sono da considerare necessarie per l'adozione di una scelta consapevole e, conseguentemente, della capacità dell'organizzazione che l'impresa si è data di produrre le necessarie informazioni. Occorre, poi, valutare gli strumenti in grado di garantire che tali informazioni siano realmente prodotte e rese disponibili all'investitore. Occorre, in sostanza, analizzare una nuova forma di raccolta del risparmio.

7 Il *crowdfunding*: cenni introduttivi

Nell'attuale contesto di mercato, un possibile canale di finanziamento per le PMI è rappresentato dal *crowdfunding*.

Il termine *crowdfunding* indica un modello di *business* relativamente recente in cui un bisogno finanziario tipico (quello di investimento) viene soddisfatto con modalità diverse da quelle tradizionali, tramite una piattaforma, che applica tecniche di intermediazione proprie dell'*e-commerce*¹¹⁵ e in cui viene meno il tipico collegamento territoriale tra impresa e investitore¹¹⁶.

In particolare, più persone conferiscono somme di denaro, anche di modesta entità, "per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti *internet* ('piattaforme' o 'portali') e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa"¹¹⁷.

113 Cfr. S. CORSO, op. cit., pp. 254 e ss.

114 Cfr. con riferimento all'ordinamento degli Stati Uniti d'America, A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata*, in *BBTC*, 2014, p. 721.

115 Cfr. *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, AA.VV. Quaderno della collana FinTech n. 5, Consob, luglio 2019.

116 Così F. VELLA, G. GIORDANO, *De-Localizzazione e a-territorialità*, in *Diritto del Fintech*, a cura di M. Cian e C. Sandei, Cedam, 2020.

117 CONSOB, *Crowdfunding*, in investor education, rep. in www.consob.it; cfr. Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937, art. 2, par. 1, "«servizio di crowdfunding», l'abbinamento tra gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite l'utilizzo di una piattaforma di crowdfunding, che consiste in una delle seguenti attività: i) intermediazione nella concessione di prestiti; ii) collocamento senza impegno irrevocabile, di cui all'allegato I, sezione A, punto 7), della direttiva 2014/65/UE, di valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding emessi da titolari di progetti o società veicolo, e ricezione e trasmissione degli ordini di clienti, di cui al punto 1 di detta sezione, relativamente a tali valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding".

In base alle aspettative generate dal "fundraiser" presso il pubblico, la raccolta di fondi si articola in quattro diverse tipologie¹¹⁸. La prima tipologia, individuabile come "donation crowdfunding", consiste nel conferimento di fondi da parte del pubblico per il perseguimento di una finalità ideale. Nella seconda tipologia, c.d. "reward crowdfunding", colui che raccoglie fondi genera nel pubblico l'aspettativa di ricevere una prestazione dalla realizzazione del progetto. Nel caso della terza tipologia, identificabile come "investment-based crowdfunding", la raccolta di capitali avviene tramite l'offerta di titoli di c.d. capitale di rischio o di debito. Nell'ultima tipologia, invece, la raccolta di fondi è finalizzata alla concessione di prestiti ed è identificabile come "lending-based crowdfunding".

Le quattro tipologie nelle quali si articola il crowdfunding, come è stato evidenziato, si caratterizzano per l'assenza di un intermediario tradizionale facendo uso di un portale per il contatto tra gli investitori e chi l'investimento ha sollecitato¹¹⁹.

L'utilizzo della "rete" per la raccolta dei capitali consente la creazione di piattaforme tramite le quali è possibile "sottoporre al pubblico progetti con un'informazione sintetica (di solito concentrate in quattro o cinque fogli A4) e raccogliere adesioni all'investimento"¹²⁰. L'attività così posta in essere è tuttavia riconducibile, astrattamente, alla sollecitazione e l'applicazione della relativa disciplina diventa obbligatoria al superamento di determinate soglie quantitative, riferite all'ammontare delle risorse sollecitate e al numero degli aderenti alla sollecitazione¹²¹.

8 Informazione fornita dall'intermediario e scelta d'investimento del risparmiatore

Il tema dei flussi informativi tra intermediari ed investitori rappresenta, sin dalla sua origine, "la stessa ragion d'essere" della disciplina speciale dell'intermediazione mobiliare¹²². Centrale nella disciplina del mercato dei capitali, infatti, è la tutela dell'investitore¹²³ e la disciplina europea in materia, storicamente, ha stabilito un legame tra la tutela dell'investitore e il problema delle asimmetrie informative¹²⁴.

Funzione essenziale degli intermediari è, storicamente, quella di fornire informazioni ai propri clienti per metterli in condizione di "ragionevolmente comprendere

118 Così V. DE STASIO, op. cit., p. 2325.

119 Ivi, p. 2326.

120 A. PERRONE, *Il diritto dei mercati dei capitali*, op. cit., p. 18.

121 *Ibidem*.

122 M. DE MARI, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, Wolters Kluwer, 2020, p. 177.

123 Cfr. con riferimento al diritto dell'Unione europea, considerando n. 7, Regolamento (UE) 2017/1129; considerando n. 7, Direttiva 2014/65/UE; art. 1 Regolamento (UE) n. 596/2014. Con riferimento alla disciplina italiana, artt. 5, co. 1. lett. b; 62, co. 1; 79-sexies, co. 3; 91 del d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 del Testo Unico delle disposizioni in materia finanziaria (TUF).

124 A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in BBTC, 2019, p. 1.

la natura del servizio offerto e i rischi e i rendimenti degli strumenti finanziari proposti e, di conseguenza, assumere in modo consapevole decisioni d'investimento"¹²⁵.

Tale funzione trova ragione nell'oggetto dell'investimento. Gli strumenti finanziari oggetto dei servizi d'investimento sono sostanzialmente dei contratti¹²⁶, il loro contenuto è dato essenzialmente da situazioni giuridiche¹²⁷ e sono, pertanto, "di per sé già meno conoscibili di una qualunque altra *res*"¹²⁸. La possibilità di conoscere pienamente e di apprezzare le situazioni giuridiche che costituiscono il contenuto degli strumenti finanziari dipende "unicamente dal grado di informazione conseguibile circa le loro caratteristiche e la loro precisa consistenza"¹²⁹.

Tra i diversi attori che agiscono sul mercato, e cioè tra emittente ed investitori, tra intermediari ed investitori e tra gli stessi investitori, non sussiste parità informativa. Tale condizione può incidere negativamente sull'efficiente allocazione del risparmio e, in alcuni casi, addirittura consentire frodi¹³⁰. Date queste premesse, l'investitore trova tutela nelle regole di trasparenza¹³¹ che impongono al soggetto che, nell'ambito del rapporto che si instaura sul mercato¹³², detiene maggiori informazioni di condividerle con la controparte, livellando, in tal modo, il campo di gioco¹³³.

"L'informazione diventa, quindi, un bene pubblico, la trasparenza diventa un obiettivo di interesse pubblico perseguito attraverso l'imposizione di particolari doveri e la predisposizione delle strutture necessarie per la sua concreta attuazione"¹³⁴.

La tutela dell'investitore incentrata sulla trasparenza informativa si fonda sull'assunto, proprio del modello economico neoclassico, secondo il quale l'investitore agisce seguendo uno schema economico razionale orientato alla massimizzazione del profitto¹³⁵.

125 M. DE MARI, op. cit., p. 177.

126 R. COSTI, op. cit., p. 5.

127 M. DE MARI, op. cit., p. 177.

128 R. COSTI, op. cit., p. 5.

129 M. DE MARI, op. cit., p. 177.

130 A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, cit., p. 2.

131 Cfr. in arg. S. PAGLIANTINI, *Trasparenza contrattuale*, in Enc. Dir., Annali V, Milano, 2012, pp. 1280 e ss.

132 M. DE MARI, op. cit., p. 177, sottolinea che la "informazione non è distribuita paritariamente tra i due poli del rapporto ed è prevalentemente nella disponibilità dell'intermediario (e qui, appunto, sta l'asimmetria e l'intrinseca pericolosità di questi beni per il potenziale investitore)".

133 A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, cit., 2; Id., *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla Trasparenza alla fiducia*, in BBTC, 2015, I, 31 e ss.; G. BERTI DE MARINIS, *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, in Resp. Civ. Prev., 2016, 993; ZENO ZENCOVICH-MEZZANOTTE, *Le reti della conoscenza dall'economia al diritto*, in Dir. inf., 2008, pp. 165 e ss.

134 R. COSTI, op. cit., p. 5.

135 A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, cit., p. 3; Id., *Servizi di investimento e regole di comportamento dalla trasparenza alla fiducia*, op. cit., p. 31. A. LIACE, in BBTC, 2020, p. 966, "La teoria dei mercati efficienti parte dal presupposto che gli investitori siano razionali e valutino i titoli razionalmente, ovvero prezzo uguale al valore fondamentale del titolo e che ci siano opportunità di arbitraggio perfetto che annullino tutte le eventuali oscillazioni dei prezzi provocate dalle strategie di investimento di eventuali investitori irrazionali".

La teoria, ora brevemente accennata, basata sull'agente economico razionale, ha mostrato i suoi punti deboli nei limiti cognitivi dei partecipanti al mercato¹³⁶, i cui effetti hanno una rilevanza sistemica, e, inoltre, nella libertà del singolo individuo che può condurre a scelte non coincidenti con il modello dell'agente economico razionale¹³⁷.

La finanza comportamentale, abbandonando alcune delle ipotesi della teoria dei mercati efficienti, diviene un approccio alternativo alla teoria finanziaria classica, essendo "in grado di fornire risposte migliori rispetto all'effettivo andamento dei mercati finanziari"¹³⁸.

Dal che l'insufficienza di una disciplina a tutela dell'investitore basata sulla sola trasparenza¹³⁹.

La risposta del legislatore ai limiti evidenziati sembra, però, essere già contenuta nella Direttiva 39/2004/CE e, prima ancora, in Italia con la l. 1/1991. In particolare, con la Mifid il legislatore rafforza i presidi posti a tutela dell'investitore, non affidando la sua tutela unicamente al paradigma dell'agente economico razionale, ma attribuendo un ruolo attivo all'intermediario¹⁴⁰. Con l'introduzione di tale disciplina vengono, infatti, imposti vincoli all'intermediario tesi a evitare conflitti di interesse e, allo stesso tempo, vengono introdotti obblighi a carico dello stesso intermediario finalizzati a superare i limiti cognitivi dimostrati dall'investitore¹⁴¹. All'intermediario non è fatto più solo carico di mettere l'investitore in condizioni di agire razionalmente, ma è fatto obbligo di "servire al meglio gli interessi dei propri clienti"¹⁴². La protezione che il legislatore chiede che venga offerta dall'intermediario all'investitore si traduce in una protezione dell'investitore da sé stesso e, in particolare, dai suoi limiti cognitivi¹⁴³. Tali norme sono state appellate come paternalistiche, e ciò perché esse sono finalizzate "a scavalcare la scelta individuale al fine di evitare che l'interessato provochi un danno a sé stesso"¹⁴⁴. La finanza comportamentale si offre quale strumento atto a consentire

136 In merito cfr. R. LENER e P. LUCANTONI, *Regole di condotta nella regolamentazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *BBTC*, 2012, 370; A. PERRONE, *Mercato all'ingrosso e regole di comportamento*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 527.

137 A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, op. cit., p. 3.

138 A. LIACE, op. cit., p. 966.

139 A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, op. cit., 3; G. BERTI DE MARINIS, *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, op. cit., p. 997.

140 F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, 2020, p. 146.

141 A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, op. cit., p. 4.

142 M. DE MARI, op. cit., 178; G. Berti de Marinis, *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, op. cit., p. 997.

143 A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, op. cit., 4. A. Liace, op. cit., 974, evidenzia che "L'investitore irrazionale ha una percezione asimmetrica dei guadagni e delle perdite, così come accade per la felicità e il dolore. Ciascuno di noi risulta essere maggiormente sensibile alle perdite rispetto ai guadagni. Il dato che emerge è che l'investitore, nella propria irrazionalità, dà per scontato che le operazioni di investimento diano un risultato positivo, tant'è che anche in assenza di informazioni si genera la convinzione che le stesse producano frutti".

144 A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, op. cit., p. 4, nt. 19.

ai risparmiatori di capire "le anomalie che emergono nelle scelte di investimenti individuali, pertanto, essa assume un ruolo rilevante nel prevenire e nel correggere comportamenti 'distorti' degli investitori"¹⁴⁵.

Non potendosi più circoscrivere l'attività dell'intermediario a ridurre le asimmetrie informative, esso deve cooperare¹⁴⁶ con l'investitore affinché questo sia sempre adeguatamente informato¹⁴⁷.

L'intermediario è chiamato a controllare che lo strumento finanziario, oggetto dell'investimento, sia appropriato o adeguato al profilo dell'investitore, ponendo così in essere "un vero e proprio controllo di coerenza e di merito dell'investimento"¹⁴⁸.

L'informazione dell'investitore, che rappresenta un'evoluzione della semplice trasparenza, diventa espressione di principio generale, teso al raggiungimento della piena soddisfazione del cliente, che impone all'intermediario di adattare la prestazione offerta alle specifiche esigenze del cliente¹⁴⁹.

L'adempimento di tali obblighi presuppone ciò che verrà reso esplicito con la Direttiva (UE) 2017/593 che integra la Direttiva (UE) 2014/65, c.d. MiFID II, e cioè che l'intermediario per poter informare deve essere informato, deve cioè conoscere i prodotti oggetto dei servizi d'investimento¹⁵⁰.

Il sistema di tutela dell'investitore subisce un'ulteriore evoluzione ad opera della MiFID II, la quale disciplina secondo regole stringenti, identificate come *product governance*, non solo la fase di distribuzione degli strumenti finanziari ma anche la fase di produzione degli stessi strumenti finanziari¹⁵¹. Regole presidiate anche "attribuendo alle autorità pubbliche pervasivi poteri di intervento (c.d. *product intervention*) [...che consentono...] di vietare o limitare la 'commercializzazione, la distribuzione o la vendita' degli strumenti finanziari interessati dalla violazione"¹⁵². E, ancora, attraverso gli Orientamenti ESMA emanati in forza del Reg. 600/2014 UE¹⁵³.

145 A. LIACE, op. cit., p. 966.

146 Sul punto vedi G. BERTI DE MARINIS, *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, op. cit., p. 997.

147 M. DE MARI, op. cit., p. 178.

148 M. DE MARI, op. cit., p. 178.

149 M. DE MARI, op. cit., 178; G. BERTI DE MARINIS, *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, cit., p. 999.

150 M. DE MARI, op. cit., p. 178

151 G. BERTI DE MARINIS, *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, cit., 1000, ritiene che con tale disciplina "altro non si fa se non anticipare la tutela del cliente da una fase prenegoziale in senso stretto a quella, ancora precedente, della creazione del prodotto e della sua politica di distribuzione".

152 A. PERRONE, op.cit., p. 229.

153 Disponibili al seguente indirizzo https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_guidelines_on_mifid_ii_product_governance_it.pdf.

Si supera così, ma non si abbandona¹⁵⁴, la tutela dell'investitore basata sulla mera informazione, sposando una *Product Oversight and Governance*¹⁵⁵ (POG) finalizzata ad assicurare l'adeguatezza del prodotto bancario-finanziario-assicurativo al profilo del cliente, "richiedendo alle imprese di adottare, implementare e revisionare processi e procedure dirette ad assicurare che gli interessi, gli obiettivi e le caratteristiche dei destinatari dei prodotti siano sempre tenuti in considerazione evitando, altresì, potenziali pregiudizi nei loro confronti e riducendo, se non eliminando i conflitti di interessi"¹⁵⁶.

La *product governance* richiede agli intermediari l'adozione di assetti organizzativi che garantiscano che la produzione e la distribuzione degli strumenti finanziari vada esente da conflitti di interessi e che le stesse siano conformi agli interessi del settore di mercato a cui sono destinate. "Non si guarda, cioè, solo alla correttezza nella conclusione del contratto, ma ci si chiede anche dove nasca l'affidamento (la fiducia) della clientela e a partire da quale momento vada salvaguardata la consapevolezza dell'investitore"¹⁵⁷.

Secondo il par. 2 dell'art. 24 della MiFID, "le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela fanno sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con il *target*". La loro attività si svolge prima del contatto con la clientela¹⁵⁸. L'art. 16, par. 3, della stessa direttiva stabilisce, infatti, che "le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari da offrire in vendita alla clientela adottano, esercitano e controllano un processo di approvazione per ogni strumento finanziario e per ogni modifica significativa agli strumenti finanziari esistenti, prima della loro commercializzazione o distribuzione alla clientela. Il processo di approvazione del prodotto precisa per ciascuno strumento finanziario il determinato mercato di riferimento di clienti finali all'interno della pertinente categoria di clienti e garantisce che tutti i rischi specificamente attinenti a tale

154 G. BERTI DE MARINIS, *La tutela del cliente vulnerabile*, in BBTC, 2018, p. 669.

155 A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Dalla tutela informativa alla product governance: nuove strategie regolatorie dei rapporti tra clientela e intermediari finanziari*, in Riv. reg. merc., 2016, p. 5, "La POG riguarda la fase dell'ideazione stessa del prodotto, intesa come sua creazione, sviluppo, combinazione o modifica significativa, e della sua distribuzione, a prescindere se fatta direttamente dal produttore o da soggetti di cui si avvale. Spetta al produttore monitorare che permangano le caratteristiche del prodotto e la sua capacità di soddisfare il target di clientela per il quale è stato ideato, scegliere il canale distributivo – interno o esterno al produttore – adeguato al target cui è il prodotto destinato, assicurare che il canale scelto sia consapevole delle caratteristiche del prodotto e del target di riferimento e lo distribuisca effettivamente a quest'ultimo; mentre il distributore dovrà dimostrare di conoscere il prodotto e il mercato cui è destinato informando costantemente il produttore sia del permanere delle caratteristiche distintive del prodotto, sia di circostanze che dovessero precluderne la rispondenza a bisogni e interessi del target di riferimento".

156 *Ibidem*.

157 M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in Dir. bancario, suppl. fasc. I, 2020, 145. Cfr. G. BERTI DE MARINIS, p. 669.

158 M. RABITTI, op. cit., p. 145, "La vera novità è stata tuttavia certamente quella relativa alla Product Governance: il legislatore europeo ha scelto di allargare la prospettiva a ciò che accade anche prima del contratto di investimento, nella fase di ideazione del prodotto, dettando regole nuove che non erano state previste dalla MiFID".

target siano stati analizzati e che la prevista strategia di distribuzione sia coerente con il *target* stesso".

L'art. 24 par. 2 della MiFID II stabilisce che l'impresa di investimento "distributore" deve conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali di cui all'articolo 16, paragrafo 3, e fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente.

Risulta evidente quanto prima si accennava in relazione alla evoluzione della strategia scelta dal legislatore a tutela dell'investitore. Originariamente esso era fiducioso nella efficacia di regole tese "a superare l'opacità derivante dalle asimmetrie esistenti fra intermediari e clientela attraverso l'imposizione di dettagliati e minuziosi obblighi informativi"¹⁵⁹. Successivamente, invece, in conseguenza della messa in discussione - in forza delle indagini condotte da studiosi di *behavioural economics* - dell'idea dell'investitore quale soggetto razionale si è dubitato del ricorso ad una maggiore informazione quale strumento per eliminare le asimmetrie¹⁶⁰. "La preferenza va invece a regole di taglio diverso, volte a introdurre vincoli diretti ad assicurare una maggiore corrispondenza fra i prodotti offerti alla clientela e le reali esigenze di quest'ultima e, più in generale, un adeguato equilibrio tra le posizioni contrattuali delle parti"¹⁶¹.

Un ritorno alla centralità della trasparenza quale condizione per l'assunzione di scelte razionali da parte dell'investitore si è avuto con la disciplina sui prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati, introdotta con il Regolamento (UE) 1286/2014 (c.d. Regolamento PRIIPS). In proposito si è evidenziato che l'introduzione di tale disciplina, finalizzata all'assunzione di decisioni informate sull'investimento e che consenta il confronto tra strumenti diversi sembra non arrecare grandi vantaggi¹⁶². E ciò perché a fronte degli ingenti costi che richiede la sua attuazione, restano i limiti cognitivi e la componente comportamentale che limitano la piena attuazione della disciplina basata sull'agente economico razionale¹⁶³.

L'evoluzione della disciplina a tutela dell'investitore assume particolare rilevanza nell'analisi che qui si conduce. Infatti, essa induce a riflettere sulle finalità della disciplina vigente in tema di c.d. *crowdfunding* e, più in generale, dell'approccio al problema della raccolta di c.d. capitale di rischio da parte delle PMI.

Considerati i limiti, sopra evidenziati, da parte del gestore in merito alla conoscenza del prodotto negoziato tramite la piattaforma, è evidente che se lo stesso legislatore, che ha previsto una disciplina così ricca in tema di intermediazione ha

159 A. SCIARRONE ALIBRANDI, op. cit., p. 1.

160 *Ibidem*.

161 *Ibidem*.

162 A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, op. cit., p. 10.

163 *Ibidem*.

adottato una disciplina tanto minimale in tema di *crowdfunding*, abbia degli obiettivi evidentemente che intende perseguire con tale ultima disciplina che non sono compatibili con la prima. Certamente non è un legislatore che ignora le problematiche connesse alla intermediazione né, tantomeno, disattento alle stesse problematiche.

9 L'informazione necessaria in rapporto all'esigenza dell'impresa

Il finanziamento delle PMI può, come sopra detto, essere interpretato, dal punto di vista dell'impresa richiedente, quale ricerca di c.d. capitale di rischio o, in altre parole, quale richiesta di sottoscrizione di uno strumento rappresentativo della partecipazione sociale che conferisce al sottoscrittore il ruolo di socio. L'operazione consiste invece, dal punto di vista dell'investitore, nell'adesione ad un progetto imprenditoriale in qualità di socio.

Essendo i destinatari della proposta di sottoscrizione indefiniti, per numero e identità, la raccolta non può avvenire tramite titoli individuali ma deve necessariamente avere ad oggetto titoli di massa e, teoricamente, essere regolata da una disciplina speciale a tutela del contraente debole, cioè l'investitore.

Centrale nella disciplina del mercato dei capitali sono proprio la tutela dell'investitore e del socio di minoranza.

La disciplina posta a tutela dell'investitore è, come sopra brevemente ricostruito, incentrata sulla trasparenza prima, sulla conformità del prodotto sottoscritto al profilo dell'investitore dopo e, infine, sulla conformità del prodotto fin dalla sua progettazione al profilo dello stesso investitore.

La definizione delle modalità tramite le quali consentire il finanziamento delle piccole e medie imprese, come sopra ricostruito, non può ignorare i presidi, sopra brevemente accennati, posti a tutela dei risparmiatori nella sollecitazione all'investimento.

Allo stesso tempo, uno dei principali limiti, come sopra accennato, all'accesso al mercato dei capitali delle imprese di minori dimensioni è rappresentato proprio dai costi della conformità normativa.

Il ricorso alle nuove tecnologie per porre in contatto le unità in *surplus* con quelle in *deficit*, come visto, non rappresenta qualcosa di "miracoloso", in grado di abbattere i costi dell'intermediazione conservandone i benefici, ma costituisce semplicemente una diversa forma di intermediazione.

Date queste condizioni, la soluzione al problema dal punto di vista della disciplina dell'intermediazione, del finanziamento delle PMI, come in generale di tutte le imprese di ridotte dimensioni, si potrebbe focalizzare nella definizione di parametri oggettivi in grado di rendere la disciplina applicabile alle imprese che si rivolgono al mercato il più conforme possibile al profilo della singola impresa, fermo restando il perseguimento della tutela del risparmiatore.

1 “Partecipazione” e “organizzazione”: ipotesi di lavoro (e conseguente impostazione) sulla piccola e media impresa “emittente”

Nel reperimento di utilità¹⁶⁴ proposto da società (di capitali)¹⁶⁵ per l'impiego nello svolgimento di una attività produttiva il “corrispettivo” può essere costituito¹⁶⁶ dal rilascio di una “partecipazione” (in senso ampio) ad essa; “partecipazione” che può: (i) prescindere dal risultato dell'attività (di impresa¹⁶⁷), gravitando nell'area del c.d. capitale di debito; (ii) connettersi a questo risultato, gravitando nell'area del c.d. capitale di rischio, tra le due aree la distinzione, allo sguardo economico, potendosi, peraltro, attenuare¹⁶⁸; e (iii) in via congiunta o disgiunta¹⁶⁹ innestarsi sull' “organizzazione” prescelta tra quelle proposte dell'ordinamento¹⁷⁰ e “strutturata” (pattizamente¹⁷¹) per il suo perseguimento.

164 Essenzialmente: moneta avente corso legale o, forse, pattizia (le cc.dd. criptovalute).

165 Il discorso insiste solo sull'iniziativa imprenditoriale assunta in forma di società di capitali e, segnatamente, in forma di s.p.a. ed s.r.l., la s.a.p.a. esibendo una struttura tesi a “saldare” soggettivamente la gestione nonostante la variabilità della compagine sociale: v., tra i vari, R. Costi, *L'azionista accomandatario*, Padova, 1969, passim; E. Barcellona, R. Costi, F. Grande Stevens, Artt. 2452-2461. Società in accomandita per azioni, in *Commentario del codice civile*, Bologna, 2005, passim; e, di recente, G. Ferri, *Della società in accomandita per azioni*. Artt. 2452-2461, in *Il codice civile*. Commentario, fondato da Schlesinger e diretto da Busnelli e Ponzanelli, Milano, 2020, passim; P. Spada, *Nuova didattica. Diritto commerciale*, II. Elementi, 2009, Padova, p. 92 ss.

166 Concorrendo con altre tecniche: esemplarmente, la stipulazione di finanziamenti, contratti di associazione in partecipazione compresi.

167 Si escludono quindi le organizzazioni destinate a svolgere attività che alla qualificazione di impresa sfuggono.

168 Si pensi al c.d. finanziamento mezzanino.

169 Residuale si presenta l'idea di una partecipazione solo all' “organizzazione” e non al “risultato” se non sorretta da qualche elemento, sia pur indiretto, di vantaggio.

170 Scegliendo tra i diversi tipi (o come oggi correntemente si dice: modelli) previsti dal legislatore: v. P. SPADA, *La tipicità delle società*, Milano, 1974, passim; P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai “tipi” ai “modelli”*, in *Giur. comm.*, 2016, I, p. 420 ss. Sulla s.r.l., v. G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. VIII, diretto da Galgano, Padova, 1985, passim, e, di recente, O. CAGNASSO, *La s.r.l.: un tipo societario senza qualità qualità?*, in *Nuovo dir. soc.*, 5/2013, p. 7 ss.; A. A. DOLMETTA, *Sul “tipo” S.r.l.*, in *S.r.l. Commentario*. Dedicato a G.B. Portale, Milano, 2011, p. 15 ss.; A. D. SCANO, *Il «tipo» società a responsabilità limitata*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA e G. MARASÀ, vol. I, Milano, 2020, p. 31 ss.; v. pure M. CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata. Un modello “senza qualità”?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi*. Studi in onore di Oreste Cagnasso, Torino, 2020, p. 19 ss.; Cfr. anche, per chi volesse, M. Onza, *L' “accesso” alla società per azioni ed alla società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 2020, I, p. 717 ss.

171 Nella conformazione concreta assunta attraverso l'autonomia privata.

Sicché, in questa visuale, la società (per azioni o a responsabilità limitata¹⁷²) è da riguardare siccome "emittente" quella "partecipazione"; o, più precisamente, "emittente" l'"accesso" a quella partecipazione¹⁷³.

Il (successo del) reperimento di utilità attraverso quell' "emissione", d'altronde, è funzione (anche) del numero dei potenziali "partecipanti": d'onde, l'emissione è destinata, naturalmente e socio-economicamente, verso il "pubblico" e, poi, verso un pubblico (tendenzialmente)¹⁷⁴ "indistinto", non "selezionato", la selezione riducendo, evidentemente, le possibilità di quel reperimento.

Acconcia, storicamente, alla soddisfazione di siffatta esigenza non è stato il tipo¹⁷⁵ "società a responsabilità limitata" - tipo¹⁷⁶ "elastico" ma normativamente, come si vedrà, ritenuto inadatto - bensì la società per azioni, rispetto alla quale, discorrendo solo su una tra i diversi (e possibili) accessi alla "partecipazione"¹⁷⁷ alla "organizzazione" (e al "risultato") dell'attività¹⁷⁸, su quello in particolare tradizionalmente (e ancora non senza ragione¹⁷⁹) definito "sociale", fondato, dunque, sulle titolarità di azioni rilasciate a fronte del reperimento del c.d. capitale di rischio; rispetto alla quale, si diceva, l' "indistinto" potenziale titolare delle azioni, il socio, resta(va), sostanzialmente, "indistinto" anche *divenuto titolare di esse*, la "partecipazione" alla "organizzazione" risolvendosi *nell'affidamento delle utilità rilasciate da quei titolari alla gestione di un ufficio della società*; gestione soggetta a controlli¹⁸⁰: (i) di altri uffici o sub-uffici¹⁸¹ della società, controlli allora "stabili"¹⁸²; nonché (ii) di soggetti non costituiti in uffici di quest'ultima (controlli cc.dd. esterni), suscettibili di atteggiarsi come "stabili" (si pensi alla revisione legale¹⁸³ e, qualora il reperimento delle utilità attinga a mercati

172 Nell'ordinamento europeo si discorre, proprio rispetto al c.d. crowdfunding, in modo unitario, di «azioni di una società privata a responsabilità limitata»: art. 2, 1° comma, lett. n), Reg. (EU) 2020/1503 (v. *ultra*, § 2.2.2).

173 Vuol dirsi che logicamente e concettualmente può distinguersi il titolo giuridico in forza del quale si partecipa (azioni, quote, strumenti finanziari, obbligazioni), da un lato, e la "partecipazione" all' "organizzazione" o al "risultato", e così le sue caratteristiche, dall' altro.

174 Da parte le ipotesi di emissioni cc.dd. riservate, per provvedimento primario, secondario o per scelta pattizia.

175 Sul tipo, v. *supra*, nt 170.

176 Come tipo "costruito" dal legislatore: il tipo c.d. normativo (cfr., ancora, gli Autori indicati *supra*, nt. 170).

177 Si pensi, nella s.p.a., agli strumenti finanziari partecipativi: v. anche *ultra*, nt. 179.

178 V. *supra*, nt. 170.

179 Sul problema degli strumenti finanziari partecipativi, v., per tutti, A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2012, passim; e, per una diversa prospettiva nonché per una meno distante informazione bibliografica, sia permesso il rinvio a ONZA, *Partecipare: significati e ipotesi nel diritto delle società azionarie (note preliminari sulla "partecipazione del non socio")*, in Riv. dir. comm., 2018, I, p. 635 ss.

180 Come riscontro dell'azione funzionale: profilo ormai acquisito, tra i vari, P. SPADA, *Diritto commerciale. Parte generale*, Padova, 2009, p. 95 ss.; e Id., *Diritto commerciale. Elementi*, Padova, 2009, p. 23 ss.

181 Il riferimento è ai controlli cc.dd. interni e, poi, al preposto alla redazione dei documenti contabili: v., oltre all'art. 2381 c.c., gli artt. 123-bis e 154-bis d.lgs. n. 58/1998. Perno dell'organizzazione sono, nel Codice di corporate governance (gennaio 2020), i comitati cc.dd. interni.

182 Per tutti, v. M. LIBERTINI, *La funzione di controllo nell'organizzazione della società per azioni, con particolare riguardo ai c.d. sistemi alternativi*, in Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa, vol. 2, Torino, 2014, p. 1064 ss.

183 Esternalizzazione divenuta comune nel diritto delle società per azioni, almeno nei sistemi di amministrazione e controllo "alternativi" a quello c.d. tradizionale.

regolati, alla vigilanza delle Autorità specializzate istituite e riconosciute dall'ordinamento domestico e non¹⁸⁴) od "eventuali" (i.e. il controllo dell'Autorità giudiziaria¹⁸⁵).

In questo contesto: (i) la *convergenza della "partecipazione" dei soci* si rinviene, agevolmente, *sul perseguimento dello scopo lucrativo*¹⁸⁶, ciascun socio convergendo, vuol dirsi, sulla ricerca del rendimento delle utilità allocate per ottenere¹⁸⁷ la "partecipazione"¹⁸⁸, sulla ricerca, si usa dire, del *rendimento dell'investimento*¹⁸⁹, "partecipando", appunto, al risultato dell'attività produttiva organizzata in forma sociale¹⁹⁰; mentre (ii) la *"partecipazione" (connessa) all' "organizzazione"*¹⁹¹ *nello sviluppo dell'iniziativa*¹⁹² emerge, per un verso, in *specifici momenti*, segnatamente, nella selezione dei preposti alla gestione ed al controllo e, così, nella valutazione del loro "rendiconto" attraverso l'approvazione del progetto di bilancio¹⁹³; e, per altro verso, *quale "fortezza" delle "basi essenziali" della società*¹⁹⁴ e dei diritti "indisponibili"¹⁹⁵ del "socio in quanto socio".

Contesto, può ancora sottolinearsi, in cui (di conseguenza e, per così dire, "naturalmente") il programma dell'attività produttiva, il *"programma imprenditoriale"* – ciò che i partecipanti all'iniziativa si propongono (ed in origine *devono* proporsi) di sviluppare – *si eclissa in quella gestione e nel suo controllo, l'oggetto della società* (l'oggetto sociale) *fungendo da generale e generico "limite"*, interno e (oggi meno di ieri¹⁹⁶)

184 In Italia la Consob e, nel diritto dell'Unione europea, l'ESMA.

185 Cfr.: art. 2409 c.c.

186 Da parte, evidentemente, l'ipotesi di società funzionalmente orientate ad uno scopo diverso da quello lucrativo benché con questo "convivente" (cioè: essenzialmente, le società cooperative e, dal 1976 in poi, le società consortili; art. 2615-ter c.c., su cui v. ora E. CUSA, *"La società consortile"*, Torino, 2021, passim), a scopo di lucro "temperato" o "eventuale" (società qualificate siccome impresa sociale: d.lgs. n. 112/2017; per le società benefit v. *ultra*, nt. 220) o costituite in quanto prive di quello scopo (v. le società a partecipazione pubblica: v. d.lgs. n. 175/2016).

187 Direttamente o indirettamente: con operazioni di mercato cc.dd. primario o secondario.

188 S'è visto: fondata sull'azione.

189 Apprezzandosi economicamente come investimento: su tutti, v. G. FERRI, *"Investimento e conferimento"*, Milano, 2001, passim. V. anche M. MAUGERI, *"Partecipazione sociale e attività di impresa"*, Milano, 2010, passim.

190 V. *ultra*, nel testo e nt. 170.

191 Essendo il diritto di informazione (sul quale, tra i primi, v. M. FOSCHINI, *Il diritto dell'azionista all'informazione*, Milano, 1959, passim) altro dalla partecipazione all' "organizzazione" che suppone, in concreto e nei sensi qui in considerazione, l'esercizio di un potere, strutturato quale facoltà o diritto.

192 "Fondata", dunque, l'organizzazione e, poi, strutturata attraverso l'approvazione dell'atto costitutivo e dello statuto.

193 Cfr. B. LIBONATI, *Formazione del bilancio e destinazione degli utili*, Napoli, 1978, passim.

194 V. C. ANGELICI, *Le basi contrattuali della società per azioni*, in Trattato delle società per azioni, diretto da Colombo e Portale, vol. 1, *, Torino, 2004, p. 101 ss.; sulle decisioni cc.dd. "primordiali" e sulle cc.dd. competenze implicite, v. Id., A proposito di "interessi primordiali" dei soci e "gestione esclusiva" degli amministratori, in Riv. dir. comm., 2020, I, p. 59 ss.; N. DE LUCA- G.B. PORTALE, *"Interessi primordiali degli azionisti e competenze implicite dell'assemblea"*, in Riv. dir. comm., 2020, I, p. 39 ss.; M. MAUGERI, *"Sulle competenze "implicite" dell'assemblea nella società per azioni"*, in Riv. dir. soc., 1/2007, p. 86 ss.

195 Cfr. G. L. PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in Riv. dir. civ., 1967, I, p. 113 ss.; V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960, passim.

196 V. L. SALAMONE, *Oggetto sociale e poteri di rappresentanza dell'organo amministrativo*, in Giur. comm., 2008, I, p. 1095 ss.; e M. SCIUTO, *Problemi in materia di potere rappresentativo degli amministratori di s.r.l.*, in Riv. soc., 2014, p. 1 ss.

esterno, ad essa. Una eclissi alla quale, e solo in via esemplare, ricondurre anche l'insuccesso concreto¹⁹⁷ della costituzione della società per azioni per «pubblica sottoscrizione»¹⁹⁸, dove si offre, appunto, alla sottoscrizione del "pubblico" il programma dell'intrapresa indicando «l'oggetto e il capitale sociale» della società nonché «le principali disposizioni dell'atto costitutivo e dello statuto»¹⁹⁹, almeno se, come poteva forse congetturarsi dal testo del codice di commercio del 1882²⁰⁰, "oggetto sociale" ed "oggetto del programma" offerto in sottoscrizione non (necessariamente) coincidono²⁰¹; in ogni caso, empiricamente, *una costituzione siffatta rileva quale tecnica di reperimento presso il pubblico*²⁰² di utilità per lo sviluppo di una attività produttiva, il successo della quale sembra tanto più probabile quanto più dettagliato, allora in termini di *business plan*, si presenti il "programma imprenditoriale"²⁰³.

La traiettoria storica delle società azionarie (lucrative)²⁰⁴ poc'anzi abbozzata ha, quindi, alimentato un dibattito teorico e pratico polarizzato, tra l'altro, sia: (i) sul significato della "ricerca del rendimento dell'investimento"²⁰⁵, punto di convergenza della posizione di socio, specialmente *quale criterio (regolatorio) di soluzione* dei conflitti gravitanti sull'attività svolta e sulla sua "organizzazione"²⁰⁶; sia (ii) *sulla individuazione di, e riduzione in, "classi" di soci* (e di altri "partecipanti"), "classi che aggregano gli "isolati" e, prima, "indistinti" "singoli" attorno a specifici interessi "comuni"; i quali possono esprimersi come "stabili" o "variabili" e "contrapposti" (si allude, rispettivamente, alle categorie di azioni ed alla dialettica "maggioranza" e "minoranza").

197 Così A. A. DOLMETTA, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Milano, 2016, sub artt. 2333-2336, p. 285 ss.

198 Artt. 2333 ss. c.c.

199 Art. 2333, 1° comma, c.c.

200 Nella «costituzione continuata» della società anonima: v. C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, vol. II, Milano, 1907, p. 198 ss.

201 In quel diritto parlandosi di oggetto delle società e, per il programma, di «scopo» (v. art. 129, 1° comma, cod. comm. 1882). Sulla rilevanza, ora anche normativa, del progetto imprenditoriale proprio in relazione al prospetto dell'offerta al pubblico, v. *ultra*, § 2.2.2.

202 D'onde la possibile applicazione della disciplina sul prospetto informativo: A.A. DOLMETTA, op. ult. cit., p. 286.

203 Una recente rilevanza del programma imprenditoriale può forse scorgersi, seppur ai fini del "superamento" del "sistema" del capitale sociale iniziale c.d. minimo, nella société à responsabilité limitée in Belgio in cui «préalablement à la constitution de la société, les fondateurs remettent au notaire instrumentant un plan financier dans lequel ils justifient le montant des capitaux propres de départ à la lumière de l'activité projetée de la société pendant une période d'au moins deux ans»; piano che deve esporre, tra l'altro, «[...] une description précise de l'activité projetée; [...] un compte de résultats projeté après douze et vingt-quatre mois [...]» (nell'ordine: Art. 5:4 § 1 ter e § 2, nn° 1, 4, Code des sociétés et des associations).

204 V. *supra*, nt. 186.

205 Sono le teoriche sullo *shareholders' value*, di lungo, medio o breve periodo. Per tutti v. F. DENOZZA, *Lo scopo della società, tra short-termism e stakeholder empowerment*, in Riv. ODC, 1/2021, p. 29 ss. nonché, ivi, M.V. Zammitti, *Long-termism e short-termism nella ricerca di strategie di sostenibilità*, p. 255 ss. V. pure *ultra*, nt. 221 e 222.

206 Tentandone una mappatura si tratta di conflitti: tra soci; tra soci e gestori; tra "altri partecipanti" e soci; tra soci e creditori della società; tra "altri partecipanti" e creditori della società; tra soci e società. In chiave di analisi economica del diritto, v. L. ENRIQUES, voce Società per azioni, in Enc. dir., Annali X, Milano, 2017, p. 958 ss.

Dibattito al quale la sensibilità normativa non è rimasta estranea, intervenendo: (i) sulla "classificazione", ammettendo regolamenti differenti, delle "partecipazioni" nel diritto comune delle società per azioni²⁰⁷ ma anche, e soprattutto, nella disciplina del dissesto²⁰⁸ dell'impresa, specialmente "grande", "grandissima"²⁰⁹ o regolata²¹⁰; e (ii) sulla disciplina, nelle società con azioni negoziate in mercati regolamentati²¹¹, del "rapporto" tra "maggioranza" e "minoranza" (dei soci), in un "tipo empirico"²¹² di società per azioni connotato da un "azionariato c.d. polverizzato" e, pertanto, spinto ad aggregazioni e caratterizzato dal mutamento di "rapporti di forza" pure dettagliatamente affrontati²¹³, la cui angolatura di fondo, in quella dialettica, è stata successivamente resa²¹⁴ - in chiave tanto di tutela²¹⁵ quanto negoziale²¹⁶ - diritto comune delle società per azioni.

Interventi, invero, poco inclini a far emergere un collegamento, giuridicamente rilevante, tra "programma imprenditoriale" e ("partecipazione all") "organizzazione" che lo propone e sviluppa: se non in termini consonanti a quella traiettoria storica e, così, essenzialmente in funzione di tutela della "posizione del socio" nell'"organizzazione", *non dandosi strumenti giuridici capaci di consentire al socio di "appurare" l'attuazione di quel programma*; ciò, sul presupposto che ad essa il socio, in quelle società, sia *disinteressato*, semmai "governando" attraverso la selezione dei preposti alla gestione ed al controllo o realizzando anticipatamente l'investimento con operazioni di mercato c.d. secondario. Più chiaramente: il "programma imprenditoriale" dell'impresa cui si partecipa è, e resta, eclissato nell'oggetto sociale, non rinvenendosi emersioni normative del programma e meno che mai di verifica dei soci sulla di esso attuazione congruente attraverso le scelte gestorie²¹⁷.

207 Con l'introduzione e lo sviluppo della facoltà, «già ammessa in modo embrionale nel codice di commercio» del 1882, di creare «categorie di azioni fornite di diritti diversi» (Relazione al Codice civile del 1942, § 954), poi potenziata nel tempo a partire dall'introduzione delle azioni di risparmio fino alla «riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative» adottata dal d.lgs. n. 6/2003; affiancandosi, poi, alle azioni altre "partecipazioni": gli strumenti finanziari partecipativi e in fondo le diverse "varianti" delle obbligazioni (*supra*, nt. 179).

208 Nella qualificazione di «crisi» o «insolvenza»: v., nel diritto che verrà, v. artt. 2, lett. a) e b), d.lgs. n. 14/2019.

209 Si pensi alla suddivisione dei creditori in classi prevista dal d.l. n. 347/2003.

210 V. le risoluzioni delle crisi bancarie (d.lgs. n. 180/2015), faro illuminante dell'ordine per liquidare le diverse pretese.

211 Nella parte sugli emittenti del d.lgs. n. 58/1998: v. le notazioni di M. CERA e G. PRESTI, *Il testo unico finanziario: ieri, oggi, domani*, in *Il Testo Unico finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, Torino, 2020, p. 1 ss.

212 Quale insieme di caratteristiche della società nella realtà socio-economica: v., ancora, gli Autori indicati *supra*, nt. 170.

213 V., ad esempio, la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio o del potere di nomina dei preposti alla gestione ed al controllo: artt. 105 ss. e, in via esemplare, 147-ter e 148 d.lgs. n. 58/1998.

214 Con il d.lgs. n. 6/2003.

215 V., per tutti, AA. VV., *La tutela del socio e delle minoranze*. Studi in onore di Alberto Mazzoni, a cura di F. Barachini, Milano, 2018, *passim*.

216 Cfr. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, *passim*.

217 In fondo, anche l'interlocuzione con i soci prevista nella fusione e nella scissione (con l'approvazione dei relativi progetti: artt. 2502 e 2506-ter, 5° comma, c.c.) si giustifica, innanzitutto, per la rilevanza giudica dell'operazione sulla posizione del socio. Per le competenze cc.dd. implicite e sulle decisioni cc.dd. primordiali, v. *supra*, nt. 196. Approfondiscono il problema della motivazione delle decisioni i recenti lavori di A. D. SCANO, *La motivazione delle decisioni nelle società di capitali*, Milano, 2018, *passim*; e di L. MARCHEGIANI, *Motivazione delle deliberazioni consiliari nelle società per azioni*, Milano, 2018, *passim*.

Ciò non dimeno, nel contemporaneo, si assiste ad un diverso approccio al problema della "ricerca del rendimento dell'investimento" (si noti: in tutte le società), dandosi una serie di disposizioni a valenza precettiva diseguale (non già sul "programma imprenditoriale" in sé ma) *sulle modalità con quale quel rendimento si realizza*: di come, cioè, *si persegue lo scopo lucrativo* attraverso, allora, scelta, prima, ed attuazione, poi, del "programma imprenditoriale"; e, ancora più incisivamente, in alcuni casi *affiancando allo scopo lucrativo* (oltre le ipotesi istituzionali)²¹⁸ *altri "scopi"*²¹⁹, certamente da esso diversi, e che, logicamente, *sollevano l'esigenza di verificarne, nella co-esistenza dinamica, il concreto perseguimento e la concreta attuazione*²²⁰; interventi, non compiutamente definiti sotto il profilo reattivo²²¹, che mostrano una *nuova ed per certi versi inedita rilevanza di quel programma* e che aprono lo spazio, proprio per questo, ad *una parimenti nuova ed inedita costruzione* (non solo normativa ma anche teorica) di

218 V. *supra*, nt. 186.

219 Benché della relazione tra modalità di perseguimento dello scopo di lucro, scopi diversi ed oggetto sociale si possa discutere: e, tra i vari, vedi i contributi raccolti in AA.VV., *Oltre il profitto. I nuovi rapporti tra impresa e sociale*, in AGE, 1/2018; C. ANGELICI, *A proposito di shareholders, stakeholders e statuti*, in Riv. dir. comm., 2021, II, p. 213 ss.; U. TOMBARI, *Corporate social responsibility (CSR), environmental social governance (ESG) e "scopo della società"*, in Riv. dir. comm., 2021, II, p. 225 ss.; Id., "Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria, Milano, 2019, passim; C. ANGELICI, "Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari, in Riv. soc., 2020, p. 4 ss.; F. CUCCU, *La (in)sostenibilità del nuovo codice di corporate governance*, in Riv. dir. comm., 2021, II, p. 235 ss.; F. DENOZZA, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in Riv. ODC, 3/2019, p. 615 ss.; M. LIBERTINI, *Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d'impresa della Business Roundtable*, in Riv. ODC, 3/2019, p. 627 ss.; M. MAUGERI, «Pluralismo» e «monismo» nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo *Statement nella Business Roundtable*, in Riv. ODC, 3/2019, p. 637 ss.

220 Si pensi alle regole sulle dichiarazioni non finanziarie (d.lgs. n. 254/2016; la cui modificazione, nei sensi dell'estensione, è in itinere, v. la proposta di direttiva sulla «comunicazione societaria sulla sostenibilità» e sulla società *benefit* (art. 1, commi 376-385, l. n. 208/2015); nonché alla rilevanza del perseguimento del «successo sostenibile» nel Codice di *corporate governance* (gennaio 2020). In tema, M. RESCIGNO, "Sostenibilità": una nuova clausola generale nelle regole dell'esercizio dell'attività di impresa?, in *Il ruolo delle clausole generali in una prospettiva multidisciplinare*, a cura di Sacchi, Milano, 2021, p. 431 ss.; ASSONIME, *Risposta a consultazione sulla revisione della direttiva in materia di informazioni non finanziarie*, Consultazioni, 6/2020. ZOPPINI, *Un raffronto tra società benefit ed enti non profit: implicazioni sistematiche e profili critici*, in Riv. ODC, 2/2017, p. 1 ss.; SER. ROSSI, *L'impegno multistakeholder della società benefit*, in Riv. ODC, 2/2017, 1 ss.; EAD., *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in Riv. ODC, 1/2021, p. 99 ss. S. BRUNO, *Dichiarazione "non finanziaria" e obblighi degli amministratori*, in Riv. soc., 2018, p. 975 ss.; S. PRATIVIERA, *Società benefit e responsabilità degli amministratori*, in Riv. soc., 2018, p. 919 ss. E. CODAZZI, *Scopo di lucro e di beneficio comune nel passaggio da società non benefit a società benefit*, in Riv. ODC, 3/2021, p. 1243 ss. e, ivi, M. CIAN, *Sulla gestione sostenibile e i poteri degli amministratori: uno spunto di riflessione*, p. 1131 V. pure i saggi indicati nella nt. 219 che precede.

221 Per un tentativo v. la Raccomandazione per l'elaborazione di una direttiva del parlamento europeo e del consiglio relativa alla dovuta diligenza e, segnatamente, artt. 10 e 19 ed ora gli artt. 9, 19 e 22 della proposta della conseguente direttiva sottoposta il 23 febbraio 2022. Sul punto, v. AA.VV., *European Company Law Experts Group - The European Parliament's Draft Directive on Corporate Due Diligence and Corporate Accountability*, in Riv. Soc., p. 275 ss.; F. DENOZZA, *Incertezza, azione collettiva, esternalità, problemi distributivi: come si forma lo short-termism e come se ne può uscire con l'aiuto degli stakeholders*, in Riv. soc., 2021, p. 297 ss.; L. ENRIQUES, *The European Parliament Draft Directive on Corporate Due Diligence and Accountability: Stakeholder-Oriented Governance on Steroids*, in Riv. Soc., 2021, p. 319 ss. E. LA MARCA, *Rischio e libertà nell'impresa azionaria, tra standardizzazione dei processi decisionali, prevenzione della crisi e annunciato superamento dello scopo di lucro*, in Riv. soc., 2021, p. 508 ss.; M. LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE su "Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese"*, in Riv. soc., 2021, p. 325 ss.; P.G. MARCHETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, in Riv. soc., 2021, p. 336 ss.; M. RESCIGNO, *op. loc. ult. cit.*; G. STRAMPELLI, *La strategia dell'Unione europea per il capitalismo sostenibile: l'oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e stakeholders*, in Riv. soc., 2021, p. 365 ss.; U. TOMBARI, *La Proposta di Direttiva sulla Corporate Due Diligence e sulla Corporate Accountability: prove (incerte) di un "capitalismo sostenibile"*, in Riv. soc., 2021, p. 375 ss.; M. VENTORUZZO, *Note minime sulla responsabilità civile nel progetto di direttiva Due Diligence*, in Riv. soc., 2021, p. 380. Sulla rilevanza della sostenibilità degli investimenti, v. pure Reg. (UE) 2020/852.

*una relazione tra "partecipazione" ed "organizzazione" che il "programma imprenditoriale" metta al centro*²²². Prospettiva, ancora, che *non tanto evoca una "gestione" del socio*, la quale, in una dimensione di investimenti collettivi, per così dire, "diffusi" sembra *tanto inefficiente quanto inattuabile*, e, prima ancora, "fuori" dall'interesse socio-economicamente tipico di chi partecipa; piuttosto, quella prospettiva richiama un intervento dei soci *nella verifica dell'attuazione del programma a cui si* (sceglie di) *partecipa(re)*, della congruità²²³ della gestione - affidata (per le ragioni fissate un attimo fa: necessariamente) ad "altri" - al programma stesso; verifica che, allora, richiede, intuitivamente, *una articolazione "concreta" del programma imprenditoriale a cui si partecipa*.

Nel rinnovato diritto comune delle società azionarie, pure emerge una qualche centralità del (meglio di un) "programma imprenditoriale": ci si riferisce alle tecniche, previste dal 2003²²⁴, di "classificazione" di interessi omogenei pensabili come funzionalmente²²⁵ equivalenti (tra loro ed) alla creazione di "categorie di azioni": le azioni "correlate", da un lato, ed i "patrimoni destinati ad uno specifico affare", dall'altro, dove un «determinato settore»²²⁶ o lo «specifico affare»²²⁷ *isolano ed unificano gli interessi, ponendosi quel "determinato, concreto e specifico programma imprenditoriale", ridotto, se si vuole, a "progetto"*²²⁸, *al centro della scelta dell'investimento; scelta bensì basata sulla ricerca del "rendimento" ma che, proprio a cagione di quell'isolamento, richiama un'esigenza di verifica sul rapporto tra "gestione" e attuazione di essa in coerenza con il settore o l'affare prescelto*. Sulle ragioni dell'insuccesso empirico (anche) di queste tecniche non occorre qui interrogarsi essendo sufficiente ipotizzare che ad esso abbia contribuito la necessità di quella ricostruzione.

Ebbene, provando a puntellare qualche passo di avvio del ragionamento, quando emittente in "cerca" di c.d. capitale di rischio è una (società) piccola e media impresa, qualunque definizione si voglia adottare per isolarne la "dimensione"²²⁹ e sviluppando il discorso prima abbozzato²³⁰, si potrebbe osservare, a mo' di ipotesi di lavoro: (i) che quella raccolta verso indistinti investitori è favorita da *una conferma omogenea della partecipazione sociale offerta*, eventualmente isolando, con la creazione di categorie di partecipazioni sociali, interessi comuni e modalità di partecipazione; (ii) che, al momento dell'emissione, dovrebbe essere *accessibile il "programma imprenditoriale" da finanziarie (lato sensu) sul quale ed attraverso il quale l'attività produttiva*

222 Su ben altro piano inquadrandosi i "coefficienti di personalizzazione" delle azioni con dividendo e voto maggiorato di cui agli artt. 127-bis e 127-ter d.lgs. n. 58/1998 o sul voto plurimo di cui all'art. 2350, ult. comma, c.c.

223 Altro essendo la verifica della legalità (*lato sensu*) gestoria affidata ai preposti al controllo.

224 Dal d.lgs. n. 6/2003.

225 Impregiudicata la riconducibilità o non delle "azioni correlate" ad una categoria di azioni: sul tema, v. P.F. MONDINI, *Le azioni correlate*, Milano, 2009, *passim*.

226 Art. 2352, 2° comma, c.c.

227 Artt. 2447-bis ss. c.c.

228 V. *ultra* § 2.2.2.

229 Sulla nozione giuridicamente di volta in volta (perché instabile) predicabile di piccola e media impresa v. *ultra* nel testo.

230 Cfr. *supra*, Parte I, § 5.

*intende svilupparsi*²³¹; (iii) e che, ottenute le risorse, nella fase di inizio del ciclo²³², la "partecipazione" dell'investitore, divenuto socio, dovrebbe, organizzativamente, poter (almeno potenzialmente²³³) *dialogare con l'attuazione del "programma imprenditoriale"*, quindi *da articolare puntualmente, alla base (dell'investimento e) dello sviluppo dell'attività produttiva (dell'impresa) finanziata (sempre lato sensu)*. Dialogo che, affidate le utilità raccolte alla gestione altrui, dovrebbe *puntualizzarsi in attività e poteri di verifica di quell'attuazione*: ciò anche e soprattutto perché il "rendimento dell'investimento" è (qui più che mai) *dipendente dalla (coerente e congrua) attuazione (e così nella gestione) del programma*.

Insomma, ed ecco l'ipotesi di lavoro, nella piccola e media società in "cerca" di c.d. capitale di rischio, per lo svolgimento dell'attività di impresa, *il (potenziale) "socio" non si identifica: (i) né con il socio c.d. risparmiatore*, tipicamente disinteressato alla "gestione" dell'impresa; (ii) *né con il socio c.d. imprenditore*, che intende assumere il, ed influire sul, "governo" dell'impresa, come accade nelle società con azioni negoziate su mercati regolamentati, con un ruolo dominante, poi, nella finanza c.d. a capitalismo maturo, dei "collettori di risparmiatori"²³⁴; e (iii) *neppure, si badi, con il socio "partecipante alla gestione"* perché ad essa, in quanto socio, interessato e che dunque non "partecipa" solo per ottenere una remunerazione dell'investimento²³⁵; socio al quale proprio il legislatore della s.r.l. "versione 2003"²³⁶ pensava nel riformare la disciplina di quella società²³⁷; tipo, quello della s.r.l., sul quale, come tra un attimo si vedrà, è opportuno condurre l'indagine essendo stato eletto dal legislatore contemporaneo a

231 Con (si badi) un rovesciamento di prospettiva rispetto al "modello" delle *special purpose acquisition companies*, in cui «l'iniziativa [è] intrapresa da professionisti di elevato standing, la cui credibilità è essenziale ai fini del buon esito dell'operazione [ed] il target non è identificato ex ante»: v. F. GARRAMONE *Una panoramica in tema di Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)*, in *Banca Impr. Soc.*, 1/2020, p. 159.

232 V. *supra*, Parte I, § 1.

233 Non dovendosi escludere la co-esistenza di altri soci referenti di interessi diversi.

234 Si tratta, naturalmente, della gestione del risparmio, alla quale pure è da ricondurre la società di investimento semplice, sia pur con una disciplina semplificata: v. M.G. LOCCA, *La società di investimento semplice (SIS): un nuovo strumento a supporto delle PMI nel decreto crescita*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2/2020, p. 283 ss. nonché Banca d'Italia e Consob, *Orientamenti di vigilanza in materia di società di investimento semplice (SIS)*, 6 luglio 2021. Sul socio nella società "quotata", v. P. MONTALENTI, *Il socio di società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, p. 227 ss.; e sulla tutela del risparmio, v. le penetranti riflessioni di R. COSTI, *Tutela del risparmio e costituzione: storia e attualità dell'art. 47*, in *Banca impresa e società*, 3/2018, p. 393 ss. E v., in prospettiva di più ampio respiro, v. GIOV. MOLLO, *Il ruolo del socio nella gestione della S.p.a. quotata*, Napoli, 2018, *passim*. V. pure F. ANNUNZIATA, *Il fondo di private equity tra discipline europee e specificità italiane*, in *AGE*, 1-2/2021, p. 207 ss.

235 Scambiando la partecipazione sociale, lucrando sul differenziale tra prezzo di acquisto (compresa la sottoscrizione) e prezzo di rivendita, incassando il dividendo o ottenendo la quota di liquidazione.

236 V. *ultra*, § 2.1. Socio inadatto, nel discorso che si sta impostando, pure riconoscendo una di lui "imprenditorialità minima": sul punto, v., comunque, il pregevole tentativo di L. MIOTTO, *Sull'imprenditorialità minima del socio di s.r.l.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, p. 827 ss. Sulla nomogenesi della s.r.l., v., da ultimo, SANTOSUOSSO, *Il ruolo della società a responsabilità nel diritto europeo: quadro comparatistico e prospettive evolutive*, in *Riv. dir. soc.*, 4/2020, p. 923 ss.; nonché M. STELLA RICHTER, *Profilo storico*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibbà e Marasà, vol. I, Milano, 2020, p. 1 ss. E per chi volesse, M. ONZA, *L' "accesso" alla società per azioni ed alla società a responsabilità limitata*, *loc. cit.* V. anche per qualche riflessione sulle possibili tendenze normative, M. CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, p. 138 ss.

237 L'osservazione per la quale nei «portali di equity-crowdfunding» empiricamente le offerte hanno per oggetto «purementemente e semplicemente "quote ordinarie"» (M. SCIUTO, *Quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibbà e Marasà, vol. I, Milano, 2020, p. 545, corsivo nell'originale), potrebbe allora giustificarsi proprio considerando l'incertezza del quadro normativo applicabile. V. *ultra*, testo e nt. 262.

candidarsi per "mediare" tra "ricerca" del c.d. capitale di rischio e (società) piccola e media impresa.

Mancata identificazione, si diceva, che si manifesta come *mancata regolazione* (almeno eteronoma²³⁸), *l'ordinamento giuridico*, de jure condito, *affatto riconoscendo e disciplinando quel "socio"*: il che, ed ecco le conseguenze, stimola una riflessione *sull'individuazione di "nuove" regole*, appunto, a questo "socio" adeguate che mirino a farsi carico di costruire *una nuova e diversa "partecipazione" all' "organizzazione" in quelle società*.

Ipotesi e conseguenze, per saggiare la tenuta delle quali e proporre eventuali soluzioni, da sondare, in primo luogo, muovendo dal formante normativo e prendendo spunto dalla disciplina della piccola e media impresa, costituita, poi e come anticipato poco fa, in forma²³⁹ di *società a responsabilità limitata*; tipo, quest'ultimo, *destinatario di regole dedicate proprio se, ed in quanto, piccola e media impresa in "cerca" di c.d. capitale di rischio*²⁴⁰.

2 Profili e spunti disciplinari

L'analisi delle regole giuridiche proprie dell'emittente (costituito quale s.r.l. e, poi, qualificato siccome) piccola e media impresa deve, quindi, procedere studiando la "conformazione" e la "destinazione" della partecipazione (sociale)²⁴¹ – su cui si fonda la "partecipazione" all'"organizzazione" – per poi scandagliare la disciplina, settoriale, dei mercati (finanziari), sull' "emissione" e "circolazione" di esse²⁴².

2.1 (Segue) "conformazione" e "destinazione" della partecipazione (sociale) nel diritto della (s.r.l.) "piccola e media impresa"

Lungo la prima linea di indagine, l'apparato normativo di diritto comune della s.r.l., quando piccola e media impresa, è *arricchito da discipline sulle scelte* (lato sensu) sulla *partecipazione sociale*²⁴³, cioè sulla quota²⁴⁴, rispetto alla sua *conformazione* e

238 È il caso di eventuali regole pattizie: la mancata omogeneità delle quali tuttavia scoraggia la raccolta (v. *ultra*, § 2.1).

239 L'angolo visuale è quello della società come forma di esercizio dell'impresa: cfr., per tutti, P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla Riforma; I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 673 ss.

240 Si deve segnalare che, sebbene non manchi una disciplina sulla s.p.a. "piccola e media impresa" (v. *ultra*, § 2.1), essa è incapace propiziare una ricostruzione, sia pur solo in "frammenti", utile ad una proposta di regole per un "nuovo" (tipo di) emittente. Per una ricerca recente sulle piccole e medie imprese G. DI GIORGIO e P. MURRO, *Le PMI italiane e la sfida della crescita*, in *AGE*, 1-2/2021, p. 3 ss.

241 Nel § 2.1.

242 Nel § 2.2.

243 Per i fini di questo lavoro meno rilevante appare la disapplicazione del divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni (art. 26, 6° comma, d.l. n. 179/2012). Mentre applicabile solo alle «start up innovative» (ed agli «incubatori certificati») è la legittimazione all'emissione di strumenti finanziari prevista dall'art. 26, 7° comma, d.l. n. 179/2012.

244 Termini qui considerati sinonimi; sul tema v. *ultra*, § 2.2.1.

destinazione; "arricchimenti", introdotti nel 2012²⁴⁵, che si pongono come deroghe²⁴⁶ a quel diritto²⁴⁷.

Quanto alla conformazione, quale scelta *organizzativa per un pre-determinato assetto degli interessi* a partecipare all'iniziativa con una valenza, allora, essenzialmente e prima di tutto, "interna", è ammessa *la creazione di «categorie di quote», con diritti, anche di voto, differenziati*²⁴⁸; creazione che consente, almeno *all'interno della categoria*, di rendere le quote a questa ascritte *omogenee; omogenee se non altro dal punto di vista del quantum di diritti e poteri attribuiti*, della "partecipazione" alla "organizzazione" non potendosi escludere la plausibilità di categorie con quote di valore "nominalmente" diverso ma attributive, appunto, di quanta *identici di poteri e diritti* benché dissociati da quei (variabili) valori²⁴⁹.

La "destinazione", quale tecnica di reperimento delle risorse in una visuale allora "esterna", si appunta, viceversa, sulla suscettibilità delle quote di essere oggetto di «offerta al pubblico di prodotti finanziari» anche «attraverso i portali *on line*²⁵⁰.

Il che, almeno²⁵¹, significa: (i) *legittimazione di offrire le quote al "mercato" dell'indistinto ed "aperto"* (giacché tendenzialmente non pre-selezionato e proprio per questo da trattare in modo "paritario"²⁵²) *pubblico di potenziali investitori*; (ii) *soggezione di questa offerta al regime dell'«offerta al pubblico di prodotti finanziari» secondo il diritto dei mercati (allora) finanziari* di cui al d.lgs. n. 58/1998; (iii) *legittimazione ad utilizzare, per questa offerta, anche una modalità determinata, quella dei portali on line*; e (iv) *plausibilità dell'utilizzo, per questa offerta, di altre e diverse modalità*²⁵³.

Ne emerge un quadro disciplinare dal quale si può ritrarre che:

- a) l'assunzione della qualifica di s.r.l. piccola e media impresa per l'applicazione degli "arricchimenti" non è dettagliata²⁵⁴;

245 Con il d.l. n. 179/2012 successivamente modificato.

246 V. la rubrica dell'art. 26 d.l. n. 179/2012.

247 In particolare, con il d.l. n. 50/2017.

248 Art. 26, 2° e 3° comma, d.l. n. 179/2012. In argomento, di recente, v. P. GROSSO, *Le categorie di quote nelle società a responsabilità limitata alla luce dell'esperienza delle categorie di azioni*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, cit., p. 190 ss.; v. anche O. CAGNASSO, *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito delle società P.M.I.*, in *Nuovo dir. soc.*, 8/2017, p. 1347 ss.

249 Cfr. pure M. SCIUTO, *Quote di partecipazione*, cit., p. 552 ss.

250 Art. 26, 5° comma, d.l. n. 179/2012.

251 Impregiudicato, si vuol dire, restando il problema di "cosa" siano le quote.

252 Sulla parità di trattamento, v. l'art. 92 d.lgs. n. 58/1998.

253 Restando fermo, comunque, il divieto di rappresentare le quote di s.r.l. come azioni: M. SCIUTO, *Quote di partecipazione*, cit., p. 539.

254 Benché il generale criterio non possa che rinvenirsi nella raccomandazione 2003/361/CE. Diversa, si ricordi, è la disciplina per le società azionarie quando "piccole e medie imprese".

- b) l'"arricchimento" sulla *conformazione delle quote* richiede una *disposizione pattizia* e, segnatamente, di rango sociale, cioè contenuta nell'atto costitutivo (o eventualmente nello statuto²⁵⁵);
- c) l'"arricchimento" sulla *destinazione delle quote* è una *decisione*, per così dire, "strategica" che, in sé, *prescinde* (in thesi) *da un intervento pattizio*;
- d) nella misura nella quale, tuttavia e come già cennato, la costituzione di categorie di quote
 - (1) per un verso, *agevola il reperimento delle risorse*, scomponendo una unitaria richiesta di c.d. capitale di rischio in offerte di corrispettive "parti" di valore (o *quanta* di diritti e poteri) omogenee²⁵⁶ e
 - (2) per l'altro ed in via connessa, rende organizzativamente rilevante la differenziazione di interessi alla "partecipazione" alla "organizzazione", nella misura nella quale ciò si condivide, si deve ritenere che gli "arricchimenti" di cui si discorre sono (realisticamente ma non necessariamente) *candidati a combinarsi*; e
- e) alcuna disposizione di diritto scritto si occupa della sorte di questi "arricchimenti" qualora la "concreta" s.r.l., al momento dell'adozione di essi, sia qualificata piccola media impresa e, poi, perda i relativi requisiti; benché alla *stabilità di essi* possa propendersi valorizzando un passaggio testuale dedicato alla s.r.l. che perda i requisiti per la qualifica, prima ottenuta, di *start up innovativa*²⁵⁷.

Il diritto della s.r.l. "versione 2012" si concentra, quindi, sulla conformazione (pattizia) dell'oggetto dell'emissione, il "prodotto", e sulla (scelta della) tecnica della sua immissione sul "mercato", non interessandosi affatto alla "struttura organizzativa" ed "imprenditoriale" alla quale la sottoscrizione (o l'acquisto) di quel prodotto titola la "partecipazione" alla "organizzazione"; "struttura organizzativa" la conformazione della quale, evidentemente, può e deve attingere agli spazi concessi all'autonomia pattizia dal diritto comune della s.r.l. "versione 2003"²⁵⁸.

255 Sul mancato uso legislativo, nella "s.r.l. versione 2003", della parola "statuto", v. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da Schlesinger e diretto da Busnelli, I, Milano, 2010 *sub art.* 2463, p. 268 s. e, *ivi*, nt. 162.

256 Benché, come è stato correttamente osservato, manchi una «relazione normativa» tra la possibilità di creare categorie di quote e l'offerta al pubblico: M. SCIUTO, *Quote di partecipazione*, cit., p. 544 ss.

257 Si allude all'art. 31, 4° comma, ultimo periodo, d.lgs. n. 179/2012, secondo il quale, per l'"arricchimento" sulle categorie di quote e sul diritto di voto (secondo e terzo comma dell'art. 26 d.lgs. n. 179/2012) «le clausole eventualmente inserite nell'atto costitutivo [...] mantengono efficacia limitatamente alle quote di partecipazione già sottoscritte [...]». Alcuni problemi di efficacia perdurante si pone, ovviamente, per l'offerta al pubblico delle quote, scelta, come visto, che prescinde (*in thesi*) da una clausola dell'atto costitutivo o dello statuto.

258 Come "ri-modulato", vale a dire, dal d.lgs. n. 6/2003.

Epperò, proprio in questa operazione di "costruzione pattizia" della "struttura organizzativa" sembra annidarsi non solo e non tanto un tasso di incertezza di "uniformità" dell'emittente, frustrando la comparabilità delle strutture di "base"²⁵⁹ di chi al mercato si rivolge; aspetto, questo, come ovvio, già di per se decisivo per la scelta dell'investimento sollecitato e, così, per il successo dell'offerta; tasso di incertezza riscontrabile anche, come cennato, in diversi passaggi della disciplina applicabile²⁶⁰.

Ma, e soprattutto, l'incertezza si acuisce giacché, per un verso, gli "arricchimenti" evocano una altra e diversa esperienza giuridica, quella della società per azioni, inducendo l'interprete (e l'operatore) ad ergere quest'ultima come guida nell'esercizio, individuando limiti e confini, dell'autonomia pattizia nella conformazione della "struttura organizzativa". D'onde diversi (e contrapposti) approcci teorici al problema, con ricostruzioni: (i) che invocano una combinazione di regole della s.p.a. e della s.r.l.; o (ii) che propongono di individuare un assetto normativo unico delle società "che offrono al pubblico le partecipazioni sociali", impegnandosi nella ricerca, nel sistema di regole e principi costanti per le società, s.r.l. o s.p.a., "aperte"²⁶¹; o ancora (iii) che predicano un "ritorno della s.r.l. alla s.p.a."²⁶², marcando, in questo modo, un (apparente) paradosso per cui la s.r.l. "medio grande", socio-economicamente residuale, sarebbe (appunto: paradossalmente) l'unico tipo "normativamente ricco" perché soggetto integralmente alla disciplina di diritto comune racchiusa nel codice civile.

Del resto, storicamente l'ossatura normativa della s.r.l., tanto nella "versione 1942" quanto nella "versione 2003", ha sempre autorizzato l'interprete (e l'operatore)

259 Scontato, in altri termini, che "calibrazioni" concrete della "struttura organizzativa" dell'emittente stimolino una selezione concorrenziale delle offerte.

260 Anche settoriali: vedi *ultra*.

261 Il che, prima ancora, pone la questione, per vero più generale, dalla ricostruzione di un tipo legale o di un tipo c.d. normativo (v. *supra*, nt. 170). Sul punto, v. il dialogo tra P. SPADA, *Tipologia della società e società per azioni quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, p. 215 ss. e G. OPPO, *Sulla «tipicità» delle società quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, II, p. 483 ss. V. anche M. SCIUTO, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società. Commento agli artt. 2325-2379 ter del Codice civile*, a cura di F. D'Alessandro, Vol. II, 1, Padova, 2010, sub art. 2325-bis.

262 Per le diverse posizioni, v. tra i molti P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 1441 ss.; MONTALENTI, *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, op. loc. cit.; M. CIAN, *S.r.l., PMI, s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 819 ss.; ID., *Dalla s.r.l. personalistica alle quote finanziarie e alla destinazione ai mercati; tante s.r.l.?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, cit., p. 28 ss.; ivi, p. 39 ss., S. A. CERRATO, *La parabola di start up e PMI dalla s.r.l. alla s.p.a.*; ivi, p. 52 ss., E. DESANA, *PMI innovative, PMI e società a responsabilità limitata: una rivoluzione copernicana?*; ivi, p. 100, G. A. POLICARO, *Dalle s.r.l. emittenti sui portali online di equity crowdfunding alle s.r.l. aperte «senza deviazione dalla norma, il progresso non è possibile»*; ivi, p. 433 ss., S. AMBROSINI, *Assetti adeguati e "ibridazione" del modello s.r.l. nel quadro normativo riformato*; M. SCIUTO, *Quote di partecipazione*, cit., p. 533 e p. 647; M. COSSU, *Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione recente*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2015, I, p. 448 ss.; ID., *La società a responsabilità limitata nella riforma del diritto concorsuale*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, cit., p. 523 ss.; O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, p. 1208 ss.; e ID., *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibbà e Marasà, vol. I, Milano, 2020, p. 87 ss.; C. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 1513 ss.; G. P. LA SALA, *Start-up innovative: fattispecie e costituzione di s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2017, p. 1118 ss. In una visuale più ampia, v. anche C.A. NIGRO e L. ENRIQUES, *Venture capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in *AGE*, 1-2/2021, p. 149 ss.; nonché, ivi, a p. 107, P. TULLIO, *Gli investimenti corporate nelle start-up: il corporate venture capital*. Per una analisi empirica, v., ancora, ivi, p. 227 ss., A. CAPIZZI, P. AGSTNER e P. GIUDICI, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*. C. MALBERTI, *La nozione di PMI costituita in forma di società a responsabilità limitata*, in *Riv. ODC*, 3/2021, p. 1195 ss. Cfr. altresì AA.VV., in *Riv. dir. soc.*, 3/2019, p. 487 ss.

al ricorso alle discipline delle società azionarie: prima²⁶³, attraverso l'esportazione testuale a mezzo puntuali e diffusi rinvii, con una configurazione del tipo²⁶⁴, sì, come "piccola società per azioni anonima", ma "sufficientemente elastico" da permettere «un piccolo o grande numero di soci, un piccolo o grande capitale, amministratori [anche] non soci, un controllo sindacale [...] [le] quote alienabili o (per clausola dell'atto costitutivo) più o meno rigidamente vincolate alle persone»²⁶⁵; poi²⁶⁶, assestando un percorso normativo già intrapreso²⁶⁷, centrando il tipo²⁶⁸ sulla partecipazione di soci "nominati" e (solo) "personalmente" (eventualmente e pattiziamente) differenziati ma, nello stesso tempo, liberando l'autonomia verso avvicinamenti del tipo "concreto"²⁶⁹ alle società sia azionarie sia personali, recuperando, a ben vedere, l'elasticità della s.r.l. "versione 1942".

Una situazione, normativa e teorica, che *si manifesta critica: per le incertezze della disciplina positiva e, sostanzialmente, per l'imprevedibilità di quella pattizia*; e, ancora più a monte, per *l'impostazione della questione* che, già in prima battuta²⁷⁰, *non appare congrua alle descritte necessità ed esigenze proprie del reperimento del c.d. capitale di rischio di una (s.r.l.) piccola e media impresa emittente quote offerte sul mercato del pubblico degli investitori* (nei sensi detti poc'anzi); dovendosi piuttosto, e sviluppando il dato normativo, vincolo quest'ultimo, imprescindibile per l'analisi giuridica, *proporre soluzioni più adatte a quelle necessità ed esigenze*²⁷¹ *della "partecipazione" di quel "particolare" socio all' "organizzazione" ed all' "impresa" di quel "particolare" emittente*, svincolandosi, questo è il punto, da pre-comprensioni ed abitudini ermeneutiche; partecipazione che, si ricordi, ha a che fare non già con la "gestione" ma *con l'attuazione di essa nello sviluppo del programma (lato sensu) finanziato*.

2.2 (Segue) "emissione" e "circolazione" della partecipazione (sociale) nel diritto dei mercati (finanziari)

Le *regole* su "emissione" e "circolazione" delle quote "destinate" a quel "mercato" ed a ciò (normalmente ma non inevitabilmente) "conformate", sono distribuite *in fonti normative domestiche* - primarie e secondarie - nonché, *dell'Unione europea*; disciplinando, quelle, i «portali *on line*», rinvenendosi negli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* d.lgs. n. 58/1998 e nel regolamento emanato dalla Consob «sulla raccolta di capitali tramite portali *on line*» (Reg. n. 18592/2013); e, queste, il c.d. *crowdfunding*, al quale è

263 Nella s.r.l. "versione 1942".

264 Come modello legale: v. *supra*, nt. 262.

265 V. Relazione al codice civile § 1004.

266 Nella s.r.l. "versione 2003".

267 Cfr., in particolare, ZANARONE, *S.r.l. contro s.p.a. nella legislazione recente*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 391 ss.

268 Quale, cioè, tipo c.d. normativo.

269 Tipo, in tal caso, come società concretamente voluta, costituita e regolata dai soci.

270 V., diffusamente, v. *ultra*, § 2.2.

271 In realtà proponibili anche per la s.p.a. "piccola e media impresa".

dedicato il regolamento sui «fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese» [Reg. (EU) 2020/1503].

Benché la disciplina domestica dei «portali *on line*» sia stata rimpiazzata²⁷² da quella dell'Unione europea sembra comunque utile soffermarsi sulla prima, giacché, antivedendo la seconda per diversi rispetti, si presta da ausilio, appunto nomogeneticamente, alla di essa comprensione, specificamente nella prospettiva alla base di questa ricerca e delle proposte che ne costituiscono l'esito.

2.2.1. (Segue) portali *on line* (nel diritto italiano)

I «portali *on line*»²⁷³ si connotano per essere "piattaforme *on line*" gestite, in regime di *riserva*, da soggetti *professionali* e *vigilati*, "iscritti" o "annotati" in un *registro* commesso alla Consob²⁷⁴; preordinati a *facilitare la raccolta di capitale*²⁷⁵ di "piccole e medie imprese"²⁷⁶. Oggetto della raccolta sono strumenti finanziari definiti dall'art. 2, lett. *h*), Reg. n. 18592/2013 siccome «[...] azioni e [...] quote rappresentative di capitale sociale o degli OICR e [...] obbligazioni o i titoli di debito». I "portali *on line*", d'altronde, sono diversi ed irriducibili ai «mercati regolamentati», *non apprezzandosi quali sistemi multilaterali di negoziazioni*, a questi riconducendosi²⁷⁷, invece, i «mercati di crescita di piccole e medie imprese»²⁷⁸.

Una disciplina, questa del Reg. n. 18592/2013, che, essenzialmente, delinea:

- a) i requisiti²⁷⁹ per *fungere da gestori nel servizio teso ad «agevolare l'incontro della domanda ed offerta»*²⁸⁰ di "*investimento*", perni del quale sono la "*pubblicazione*"

272 Dal 10 novembre 2020.

273 Su cui v., tra i molti, N. CIOCCA, *I portali per il crowdfunding*, in *Diritto del Fintech*, a cura di M. Cian e Sandei, Milano, 2020, p. 243 ss.; DE STASIO, *op. cit.*, p. 2325 ss.; A. GENOVESE, *Innovazione tecnologica e trasformazione del settore finanziario tra initial coin offerings (icos) e investment crowdfunding: quali sfide per l'autorità di controllo*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole* a cura di Giusel. Finocchiaro e Falce, Bologna, 2019, p. 17 ss.

274 Distinguendosi tra gestori che svolgono esclusivamente siffatta attività, tenuti all'iscrizione nel detto registro, ed altri soggetti tenuti ad una comunicazione ed annotazione in una sezione speciale di esso (v. art. 50-ter, 2° comma, d.lgs. n. 58/1998 e art. 4, 2° comma, Reg. n. 18592/2013; quest'ultimi sono, secondo le specifiche definizioni, le «Sim, [le] imprese di investimento UE, [le] imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, [i] gestori di cui all'articolo 1, comma 1, lettera q-bis), limitatamente all'offerta di quote o azioni di Oicr che investono prevalentemente in piccole e medie imprese e [le] banche, autorizzati ai relativi servizi di investimento»; *ibidem*).

275 In tema, MINNECI, *La raccolta "alternativa" di capitali di debito da parte delle PMI*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, cit., p. 247 ss.

276 Nonché «delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese»: *ibidem*.

277 V. art. 33, § 1, Direttiva 2014/65/UE e art. 61, 1° comma, lett. *g*), d.lgs. n. 58/1998.

278 Art. 69 d.lgs. n. 58/1998. V. anche M. CIAN, *I sistemi multilaterali e i mercati «semiregolamentati»*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da Cera e Presti, Bologna, 2020, **, p. 1126 ss.

279 Vale a dire: patrimoniali della società e di onorabilità e professionalità dei preposti agli uffici e di chi "detiene il controllo" della società. Tutti, questi, requisiti necessari per l'iscrizione nel registro dei gestori: artt. 7 ss. Reg. n. 18592/2013.

280 Cfr. art. 25-bis, 2° comma, Reg. n. 18592/2013. Attività, allora, del tutto diversa dall'intermediazione affidata alle società di investimento semplice: v. *supra*, nt. 234.

e la "messa a disposizione" – on line per un indistinto²⁸¹ pubblico di "avventori" – di offerte di sottoscrizione di partecipazioni sociali, da emettere o già emesse²⁸², pure esibite in una «bacheca elettronica»²⁸³; offerte dal gestore (direttamente o indirettamente) selezionate²⁸⁴, provenienti, appunto, da (tra l'altro) piccole e medie imprese, "bersaglio" di ordini di adesione di investitori "ricevuti" e "perfezionati" – movimentando la provvista in conti "indisponibili"²⁸⁵ – da intermediari comunque professionali e vigilati²⁸⁶; e

- b) le regole sull'attività di resa di quel servizio²⁸⁷ e, così, sull' "offerta" e sul "prodotto" offerto, tutte funzionali alla tutela della scelta consapevole (in senso ampio) degli investitori.

Disciplina, peraltro, che sembra capace di neutralizzare il contenuto precettivo della definizione "generale" di «offerta al pubblico di prodotti finanziari», quale «comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati», essendo

(1) l'informazione (nel contenuto e nella resa) autonomamente prescritta proprio dalla disciplina delle offerte sui portali on line e

(2) la "pubblicità" assicurata dalla messa "on line" delle offerte da svolgere rispettando «la parità di trattamento dei destinatari [...] che si trovino in identiche condizioni».

Alcuna disposizione, a ben vedere, si fa direttamente carico della partecipazione alla "organizzazione" ed all' "impresa" di quel particolare emittente, aggravando le incertezze poco fa messe in luce essendo il "riferimento guida" alla "società per azioni" non più di diritto comune ma a quella con azioni "negoziare su mercati regolamentati" o, comunque, offerte al "mercato".

Il che, all'evidenza, acuisce la difficoltà ricostruttiva sia perché altro è la negoziazione di partecipazioni sociali su mercati regolamentati ed altro è l'offerta di esse sui portali on line; sia perché la partecipazione all' "organizzazione" ed all' "impresa" dell'emittente – ancora una volta: di questa particolare classe di emittenti: s.r.l. piccole

281 Prevedendo, naturalmente, una registrazione per l'accesso, innanzitutto, alla "visione" alle offerte "selezionate" e "pubblicate".

282 Lo si ricava dall'obbligo di descrivere le «delibere societarie in virtù delle quali gli strumenti finanziari sono stati o saranno emessi», in caso di «strumenti finanziari di nuova emissione»: Reg. n. 18592/2013, Allegato 3, Informazioni sulla singola offerta, sub 3. Informazioni sull'offerente e sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, lett. c).

283 Art. 14, 1° comma, lett. h-quater), Reg. n. 18592/2013.

284 Art. 14, 1° comma, lett. b), Reg. n. 18592/2013.

285 Art. 25, 1° comma, Reg. n. 18592/2013.

286 Dissociando soggettivamente questi e gestore: v. art. 50-quinquies, 2° comma, d.lgs. n. 58/1998 e art. 2, 1° comma, lett. e-bis), Reg. n. 18592/2013; soggetti poi che devono operare secondo la disciplina degli intermediari prevista dal d.lgs. n. 58/1998 al ricorso delle condizioni indicate nell'art. 17, 3° comma, Reg. n. 18592/2013.

287 Tra i vari, sulla prevenzione e gestione di conflitti di interesse: v., per tutti, l'art. 13, 1° comma e commi 1-bis, 1-ter e 1-quater, Reg. n. 18592/2013.

e medie imprese²⁸⁸ – supposta e ricercata dall'aderente a quelle offerte è, come visto, sostanzialmente *irriducibile a quella della società per azioni e più che a quella con azioni negoziate in mercati regolamentati*; e rimane parimenti *irriducibile a quella della società a responsabilità limitata "versione 2003"*, la centralità dei soci della quale è declinata nell'ordine di una compagine "partecipante", sì, ma "nominata"²⁸⁹.

Non a caso il reg. (EU) 2020/1503 esplicitamente dichiara²⁹⁰ che «i prodotti finanziari commercializzati sulle piattaforme di *crowdfunding* non sono gli stessi dei prodotti di investimento o di risparmio tradizionali».

D'altronde, e proseguendo il ragionamento, non sembra revocabile in dubbio che *le quote di (qualunque) s.r.l. siano una «forma di investimento di natura finanziaria»²⁹¹, requisito proprio dei prodotti finanziari²⁹². Nel mentre, a cagione del silenzio della disciplina vigente, ne resta radicalmente *insicura e problematica* l'eventuale, e logicamente successiva, *qualificazione di strumenti finanziari e, in particolare, di valori mobiliari*. Qualificazione, viceversa, che potrebbe propiziarsi almeno limitatamente alle quote di s.r.l. piccole e medie imprese, attraverso *una modifica legislativa* nella misura nella quale *in caso di costituzione di categorie di quote* parrebbe poter rendere "omogeneo" il valore espresso, si badi, dalla quota in sé, da ogni quota in sé, dotando questa di una "agilità allo scambio" che quella negoziazione richiede²⁹³; apprezzandosi, allora, *siffatte quote siccome «categorie di valori»* e capaci di «negoziazione nel mercato dei capitali»²⁹⁴. In tal senso, sembra orientato il Ministero dell'Economia e delle Finanze che nel Libro verde su *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*²⁹⁵, di cui recentemente si è conclusa la consultazione, invoca, quale oggetto di ulteriore approfondimento, «la ipotesi di dematerializzazione nel sistema di gestione accentrata, su base volontaria, ai sensi dell'articolo 83-bis del Testo Unico della finanza, delle quote 'standardizzate' di PMI italiane costituite nella forma delle s.r.l.». E ciò considerato che «l'intervenuta apertura del legislatore verso l'offerta pubblica di quote di*

288 Ma anche per le società per azioni piccole e medie imprese.

289 Sul problema, v. tra i vari, S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, 2021, *passim*; e G. PRESTI, *Vent'anni vissuti pericolosamente. TUF e codice civile: una convivenza difficile*, in *AGE*, 2/2019, p. 473 ss.; e con riguardo alla posizione dell'investitore, v. U. MINNECI, *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, II, p. 509 ss. Sulle società "aperte", oggi, v. F. VELLA, *Le società aperte: oltre il TUF? Per una discussione*, in *AGE*, 2/2019, p. 431 ss.; e, per una prospettiva storica, *ivi* a p. 631 ss., G. OLIVIERI, *Alle origini della società aperta*.

290 Al Considerando (43).

291 Non essendo, è naturalmente, «depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari» che prodotti finanziari testualmente non sono: art. 1, 1° comma, lett. u), d.lgs. n. 58/1998.

292 *Ibidem*.

293 Ciò almeno, si ripete, sul piano empirico, a cagione dell'assenza di un legame normativo tra categorie ed offerta pubblica: v. *supra*, nt. 262.

294 Questa essendo la definizione di valore mobiliare. In argomento, v. E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 675 ss.; v. anche S. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, *, p. 67 ss. V. pure A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle 1 quote ex art. 2468, comma 1, cc. e tutela dell'investitore*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, cit. p. 158 ss.

295 Disponibile al seguente indirizzo https://www.dt.mef.gov.it/dipartimento/consultazioni_pubbliche/consultazione_libro_verde.html

PMI-SRL, anche attraverso i portali di *crowdfunding*, evoca l'opportunità di approfondire l'estensione a tali strumenti delle attuali infrastrutture che servono ad oggi il mercato dei capitali e dei valori mobiliari. Ciò in un'ottica di piena inclusione di questi nuovi canali di finanziamento nel mercato dei capitali e in coerenza con gli obiettivi di trasformazione digitale della filiera e della *Capital Markets Union*. L'attuale architettura di mercato, condizionato alla dematerializzazione, consentirebbe inoltre di arricchire la filiera anche con una infrastruttura di mercato secondario, essenziale per garantire la piena trasferibilità e disponibilità dell'investimento, anche in termini di liquidabilità (exit) da parte dell'investitore²⁹⁶.

Sul "prodotto" e sulla sua "offerta" al "mercato", si diceva, si volge la regolamentazione, *approntando presidi*, innanzitutto tutto *informativi*, sul rischio della "contrattazione" sul portale on line²⁹⁷ e sul *rischio degli investimenti*, in quanto tali e singolarmente, valutando (anche) il *rapporto tra investitore sollecitato* (e destinatario dell'offerta)²⁹⁸ ed *investimento offerto* e, in ogni caso, *calibrando* gli obblighi conseguenti secondo «categorie di investitori»²⁹⁹.

Cosicché volendone abbozzare una razionalizzazione:

a) il gestore ha l'obbligo

(1) per qualunque offerta pubblicata sul portale *on line*, di

- *informare* delle «attività svolte [...] incluse le modalità di selezione delle offerte o l'eventuale affidamento di tale attività a terzi»³⁰⁰; affidamento che evolve ad elemento "organizzativo" (della impresa) del gestore, oggetto di descrizione, nel dialogo con l'autorità ai fini della esposizione (iscrizione o annotazione³⁰¹) nel registro, quanto a «strategia di selezione», «ampiezza» e «contenuto dell'incarico»³⁰²; alla "selezione" (qui) del gestore, poi, è, parrebbe, diretto l'obbligo di informare il pubblico sui «dati aggregati sulle offerte svolte» sul «portale» e «sui rispettivi esiti»³⁰³,

296 Ministero dell'Economia e delle Finanze, Libro verde su *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, p. 31.

297 Qui si dovrebbero collocare sia il «diritto di recesso dall'ordine di adesione [...] entro sette giorni [...] dalla data dell'ordine», della possibilità del quale il gestore deve informare i clienti [artt. 13, 5° comma, e 15, 1° comma, lett. g), Reg. 18592/2013]; sia il «diritto di revocare la [perfezionata] adesione quando sopravvenga un fatto nuovo significativo o sia rilevato un errore materiale o un'imprecisione concernenti le informazioni esposte sul portale, che siano atti a influire sulla decisione dell'investimento», oggetto di pubblicità per ogni singola offerta [artt. 16, 1° comma, lett. c), e 25, 2° comma, Reg. n. 18592/2013]; l'uno, riservato ai clienti non professionali o non qualificati (v. *ultra*, nt. 332 e 334), l'altro ad ogni aderente.

298 Da indicare tra le informazioni sull'offerta: Allegato 3, cit., sub 4. *Informazioni sull'offerta*, lett. a).

299 Art. 13, 3° comma, Reg. n. 18592/2013.

300 Art. 14, 1° comma, lett. b), Reg. 18592/2013.

301 V. *supra*, nt. 274.

302 V. Allegato 2, cit., n. 10, lett. a); e v. il successivo n. 11, nell'ipotesi di conferimento di incarico di selezione ricevuto da altri gestori.

303 Art. 14, 1° comma, lett. j), Reg. n. 18592/2013.

- *avvisare, "richiamando l'attenzione" degli investitori non professionali o non qualificati*³⁰⁴, dell'opportunità di un "adeguato rapporto" tra «investimenti in attività finanziaria ad alto rischio» e «proprie disponibilità finanziarie»³⁰⁵, compendiando, in sezioni separate del portale *on line*, le offerte per la «raccolta di capitale di rischio» e quelle per la raccolta di c.d. capitale di debito³⁰⁶ e
- (2) per ogni singola offerta ed evitando sovrapposizioni di competenze³⁰⁷, di "verificare" la sussistenza in capo all'investitore del «livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che l'investimento comporta», con obbligo di segnalazione di «strumento non [...] appropriato» se ritenuto tale³⁰⁸;
- b) le *informazioni* (sia sull'investitore sia) sull'offerta *sono fornite al gestore* (da quello³⁰⁹ e) dall'offerente che della «completezza e della veridicità» è l'«esclusivo responsabile»³¹⁰; ne consegue uno *specifico* obbligo del gestore³¹¹ di "fedeltà" alle *informazioni ricevute*, queste ed il relativo "contenuto" da "pubblicare" in modo «non fuorviante e senza omissioni»³¹² o alterazioni³¹³ e per un congruo periodo di tempo³¹⁴; contenuto
- (1) da "riempire" secondo il modello descritto nella normativa secondaria³¹⁵, seguendo quale criterio minimo l'idoneità alla comprensione "ragionevole e

304 V. *ultra*, nt. 334 e 335.

305 Art. 13, 3° comma, Reg. n. 18592/2013.

306 Art. 13, comma 5-*quater*, Reg. n. 18592/2013.

307 Disapplicandosi l'obbligo di verifica in caso di «investitori non professionali che effettuano l'investimento nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti»: art. 13, comma 5 *bis*, e 24, comma 2-*quater*, lett. c), Reg. n. 18592/2013.

308 Art. 13, comma 5-*bis*, Reg. n. 18592/2013.

309 Il che significa che il gestore valuta ciò che l'investitore (non professionale o non qualificato: v. *ultra*, nt. 332 e 334; sul rapporto tra informazione e qualificazione dell'investitore, v., tra i vari ed ora, S. LOMBARDO, *AIM, SPAC, equity-crowdfunding e private placement. La raccolta di capitale di rischio fra formazione del capitale e protezione degli investitori*, in *AGE*, 1-2/2021, p. 31 ss.) comunica di sé stesso; comunicazione che, per altro verso, condiziona l'accesso «alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle singole offerte» (art. 15, 2° comma, Reg. n. 18592/2013). Peraltro, nell'adempimento dell'obbligo di verifica, il complesso informativo da valutare si estende alla «conoscenza ed esperienza [dell'investitore] per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che gli strumenti finanziari oggetto di offerta», riferendosi almeno «i) ai tipi di servizi, operazioni, effettuate anche tramite portali *on-line*, e strumenti finanziari con i quali l'investitore ha dimestichezza; ii) alla natura, al volume e alla frequenza delle operazioni, effettuate anche tramite portali *on-line*, su strumenti finanziari, realizzate dall'investitore e al periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite; iii) al livello di istruzione, alla professione, o se rilevante, alla precedente professione dell'investitore» [art. 15, 2° comma, lett. b), Reg. n. 18592/2013].

310 Allegato 3, cit., sub 1. *Avvertenza*.

311 In aggiunta ai consueti obblighi di comprensibilità (v., ad esempio, art. 14, 1° comma, e 15, 1° comma, Reg. n. 18592/2013) e chiarezza Allegato 3, cit., in fine (su cui v. anche *ultra*, nt. 326).

312 Art. 13, 2° comma, Reg. n. 18592/2013.

313 D'onde il divieto di diffondere notizie che siano non coerenti con le informazioni pubblicate sul portale» e l'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, 3° comma, Reg. n. 18592/2013).

314 Art. 13, 4° comma, Reg. n. 18592/2013.

315 In particolare, nell'Allegato 3, cit.

compiuta" degli investitori su «natura dell'investimento, [...] tipo di strumenti finanziari offerti e [...] rischi ad essi connessi», per titolare «decisioni» prese «in modo consapevole»³¹⁶ e

- (2) l'"imprecisione" del quale o la sussistenza nel quale di un "errore materiale"³¹⁷ legittima l'aderente al diritto di revoca³¹⁸.

Aspetti, questi, che spiegano anche l'obbligo del gestore di informare sulle «iniziative [da adottare] nei confronti degli offerenti in caso di inosservanza delle regole di funzionamento del portale»³¹⁹. E che pure pongono il problema *della responsabilità di quello per le informazioni rese* tra le quali, peraltro, potrebbe, per le ragioni fin qui dette e che si svilupperanno tra un attimo, comprendersi quella sul c.d. *rischio normativo*, da incertezza, in altri termini, di disciplina.

Nello scenario *tratteggiato si rintracciano alcune informazioni* che, sebbene indirettamente, *si proiettano* (non già sul "prodotto" e sulla sua "offerta" ma) sull'emittente e, in particolare, *sulla di esso organizzazione e, soprattutto e prima ancora, sulla sua "impresa"*, meglio sulla "*prospettiva imprenditoriale*", assegnandone una *inedita rilevanza*, e *capaci, se adeguatamente valorizzate, di illuminare quelle ipotesi di soluzione sul problema della costruzione acconcia della "partecipazione" dell'investitore*, divenuto socio, a *quel particolare emittente da cui si sono prese le mosse*.

Da parte le informazioni (o i dati) identificativi: (i) dell'emittente e della sua consistenza patrimoniale e finanziaria³²⁰; e (ii) del rischio e del "tipo" di "partecipazione" rilasciato dagli "strumenti finanziari", suscettibili, in generale, di offerta su quei portali³²¹ e, di volta in volta, oggetto di singola offerta³²².

Da parte ciò, si allude all'obbligo del gestore:

- a) per tutti e ciascun investitore e, così, *per tutte le offerte*, di "fornire" le *informazioni «riguardanti almeno»*³²³
 - (1) «le deroghe al diritto societario» previste per le s.r.l. piccole e medie imprese³²⁴ e
 - (2) «i contenuti tipici di un *business plan*»³²⁵;

316 Art. 13, 2° comma, Reg. n. 18592/2013.

317 Correlativamente le offerte devono essere aggiornate rispetto a «fatti nuovi significativi», «errori materiali o imprecisioni», quando «atti a influire sulla decisione di investimento»: art. 16, 1° comma, lett. a), Reg. n. 18592/2013.

318 V. *supra*, nt. 297.

319 Art. 14, 1° comma, lett. m), Reg. n. 18592/2013.

320 Allegato 3, cit., sub 3, cit., lett. a), sub 6. *Informazioni sugli eventuali servizi offerti dal gestore del portale con riferimento all'offerta* e sub 7. *Informazioni sulla revisione contabile*.

321 Dal rischio di perdita dell'intero capitale investito a quello di illiquidità; o ancora ai limiti alla distruzione di utili per le start up innovativi ed i costi fiscali: art. 15, 1° comma, nell'ordine lett. a), b), c) e d), Reg. n. 18592/2013.

322 Allegato 3, sub 2. *Informazione sui rischi*, e sub 3, cit., lett. c).

323 Art. 15, 1° comma, Reg. n. 18592/2013, ove anche i precedenti virgolettati.

324 E per le s.r.l. *start up* innovative.

325 Rispettivamente, art. 15, 1° comma, lett. e) ed f), Reg. n. 18592/2013.

- b) per ogni singola offerta di emittenti piccole e medie imprese³²⁶, di descrivere
- (1) il «progetto industriale» ed
 - (2) il conseguente «business plan»³²⁷.

Proprio da queste disposizioni si ricava il *connotato caratterizzante* la provvista del c.d. capitale di rischio di una piccola e media impresa, individuato *non tanto e non solo il "prodotto" "confezionato" ed "emesso"; quanto sulla* ("partecipazione" e prima ancora e meglio) *adesione al "programma imprenditoriale"* in una, per così dire, "dimensione" e traiettoria al diritto della società per azioni, con azioni negoziate o non nei mercati regolamentati, e della società a responsabilità, inedita.

Programma imprenditoriale "in cerca" di finanziamento (*lato sensu*) che si racchiude, *puntualizzandosi ed isolandosi, nella "descrizione" del "progetto industriale" cui si aderisce, l'investitore divenendo, allora, "parte" del, partecipante al, "programma imprenditoriale" dell'emittente*³²⁸; e, soprattutto, nella descrizione del *business plan*, alla comprensione del quale gli investitori sono (almeno nelle intenzioni del regolatore) "attrezzati" ed orientati, come visto, dal "modello" pubblicato sul portale *on line*; esigenza, colta pure, sebbene forse in modo non del tutto coincidente, nella disciplina europea, il «prospetto EU per la crescita», previsto per le piccole e medie imprese (si intende: nella definizione lì rilevante)³²⁹, nella sezione «strategia, rendimento e contesto imprenditoriale» ponendo l'"obiettivo" di «fornire informazioni [tra l'altro] sulla strategia e gli obiettivi della società riguardo allo sviluppo e al rendimento futuro»³³⁰. Uno sguardo al "futuro" (sviluppo) dell'impresa assente, e *pour cause*, nei contenuti del modello di prospetto per le imprese "grandi"³³¹ e coerente, in definitiva, con apprezzamenti differenti (si direbbe inevitabilmente) del "periodo" (breve, medio, lungo³³²) di "riferimento" degli investimenti tanto rispetto alla remunerazione quanto rispetto alla "sostenibilità" (in tutti i sensi) dell'impresa.

Ad una comprensione del "concreto" emittente ed alla adesione al di esso "progetto industriale" - divenendo parte del di esso "programma imprenditoriale" - poi, potrebbe mirare *l'obbligo (previsto per tutte le offerte) di indicare gli "arricchimenti" ammessi dal regime legale della s.r.l. piccola e media impresa* (in quanto, si direbbe, possibili "deroghe al diritto societario"): almeno purché siffatti "arricchimenti", se concretamente adottati dall'emittente, *siano effettivamente comunicati nella singola offerta*.

326 Avvalendosi di una struttura linguistica della relativa «scheda» che sia «facilmente» "comprensibile" da «un investitore ragionevole» suscettibile di "comparazione", utilizzando così: «un linguaggio non tecnico o gergale, chiaro, conciso, ricorrendo, laddove possibile, all'utilizzo di termini del linguaggio comune», di "agevole lettura" anche visivamente: Allegato 3, cit., in fine.

327 Allegato 3, cit., sub 3. cit., lett. a).

328 Ed è bene precisare che nulla di tutto ciò è invece previsto per il prospetto informativo: v. *ultra*, nel testo e nt. 415.

329 Art. 15 Reg. (UE) 2017/1129.

330 Reg. (UE) 2017/1129 Allegato IV, sub II, enfasi aggiunta.

331 V. Reg. (UE) 2017/1129 Allegato II, sub III.

332 E. Guozzi, *Lo short-terminismo e la direttiva n. 828 Ue del 2017*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 3/2020, p. 841 ss.

Rilievo all'emittente, ed alla sua "organizzazione" (*lato sensu*), sia pur in chiave di tutela degli investitori in c.d. capitale di rischio, è, può ancora aggiungersi, assegnato: sia (i) indirettamente, dalla "condizione" (si direbbe "sospensiva") per il «perfezionamento dell'offerta» proposta al raggiungimento di un *quantum*, prefissato, di sottoscrizioni di investitori (attestati siccome)³³³ professionali o qualificati³³⁴; sia (ii) direttamente, e solo per gli emittenti piccole e medie imprese, dall'obbligo di predisposizione di *clausole sociali pattizie*³³⁵ che governino «per almeno tre anni» il *disinvestimento* del sottoscrittore (o dell'acquirente in caso, si deve ritenere, di successiva circolazione) non professionale³³⁶ o non qualificato³³⁷ da attivare a fronte del mutamento del «controllo»³³⁸ dell'emittente³³⁹ il cui c.d. capitale di rischio è stato, appunto, "sottoscritto o acquistato"; disinvestimento realizzabile tramite esercizio del diritto di recesso e del diritto di co-vendita, con obbligo di pubblicità (verso la società e vero il pubblico) di eventuali patti parasociali³⁴⁰.

Notazione, quest'ultima, che evoca *l'importanza del rapporto tra "investimento e disinvestimento"* attraverso, segnatamente, operazioni di scambio: l'importanza, in altri termini, della *c.d. liquidità dell'investimento*. D'onde l'obbligo: (i) di informare, in ciascuna offerta, sulla (eventuale) destinazione alla negoziazione regolata degli strumenti finanziari oggetto di essa³⁴¹; e (ii) di indicare, sempre in ciascuna offerta, accesso al, e modalità del, "regime alternativo di trasferimento"³⁴² della quote di s.r.l. "piccole e medie imprese"³⁴³ con esposizione del connesso onere economico³⁴⁴;

333 V. art. 24, comma-bis, Reg. n. 18592/2013.

334 Cosicché il gestore deve appurare 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 [...] o da investitori a supporto delle piccole e medie imprese aventi un valore del portafoglio di strumenti finanziari [...], inclusi i depositi di denaro, superiore a cinquecento mila euro, in possesso dei requisiti di onorabilità [previsti dal precedente] articolo 8, comma 1 e di almeno uno dei seguenti requisiti: i) aver effettuato, nell'ultimo biennio, almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in piccole e medie imprese, ciascuno dei quali per un importo almeno pari a quindicimila euro; ii) aver ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in piccole e medie imprese diverse dalla società offerente»; soglia, quella del 5%, (1) suscettibile di riduzione al 3% in caso di (deve ritenersi) revisione legale del bilancio di due esercizi; e (2) il calcolo della quale deve essere pubblicato [art. 24, 2° comma e comma 2-ter, reg. 18592/2013; Allegato 3, cit., sub 4, cit., lett. d)]. Per una analisi della rilevanza degli investitori professionali, v. G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 51 ss.

335 Contenute nello «statuto» o nell'«atto costitutivo»: art. 24, 1° comma, lett. a), Reg. n. 18592/2013.

336 Per la cui definizione v. art. 2, 1° comma, lett. j), Reg. n. 18592/2013.

337 V. *supra*, nt. 332.

338 Descritta nell'art. 2, lett. f), Reg. n. 18592/2013.

339 Cfr. art. 24, 1° comma, lett. a), Reg. n. 18592/2013.

340 Art. 24, 1° comma, lett. b), Reg. n. 18592/2013.

341 V. art. 16, 1° comma, lett. d-quinquies), Reg. n. 18592/2013 ed Allegato 3 cit., sub 2, cit., lett. c).

342 Art. 16, 1° comma, lett. d-bis), Reg. n. 18592/2013 e art. 100-ter, commi 2-bis e ss., d.lgs. n. 58/1998.

343 E delle «imprese sociali»: art. 100-ter, comma 2-bis, d.lgs. n. 58/1998.

344 Di ogni «corrispettivo, spesa o onere gravante sul sottoscrittore» [Allegato 3, cit., sub 4, cit., lett. d-bis)] nonché su «acquirente o alienante»; l'assenza dell'esposizione, secondo modalità più dettagliate nella disposizione primaria che nella disciplina secondaria, interdice qualunque addebito da parte degli «intermediari»: art. 100-ter, comma 2-quater, d.lgs. n. 58/1998, ove anche l'estensione soggettiva prima in esponente; imprecisamente la disposizione si riferisce «agli strumenti finanziari» e non solo alle quote, le uniche, parrebbe, suscettibili di accedere al regime "alternativo".

tutto ciò, evidenziando, appunto, l'importanza (*in thesi*) nella scelta dell'investimento della possibilità e del costo del disinvestimento.

2.2.2. (Segue) c.d. crowdfunding (nel diritto dell'Unione europea)

Come anticipato, le linee fondamentali del (e nomogeneticamente antevvedute dal) Reg. n. 18592/2013 sono state (appunto) confermate nel Reg. (UE) 2020/1503³⁴⁵ sul c.d. *crowdfunding*.

Ampliata la nozione di «servizio di» *crowdfunding*³⁴⁶, la conduzione della quale resta una attività, riservata³⁴⁷, regolata³⁴⁸, vigilata³⁴⁹ ed a «disposizione del pubblico»³⁵⁰ nello spazio giuridico europeo³⁵¹, il regolamento ruota attorno *non solo al "progetto industriale" dell' (impresa) offerente ma, più incisivamente, al «titolare di progetti»*³⁵².

345 In relazione al quale, per la regolamentazione delle disposizioni tecniche commesse all'ESMA v. il *Final Report Draft technical standards under the European crowdfunding service providers for business Regulation* del 10 novembre 2021.

346 Comprensiva dell'intermediazione «nella concessione di prestiti» (esclusa dall'indagine) nonché della «ricezione e trasmissione degli ordini dei clienti», qualificando l'attività del «servizio» come «collocamento senza impegno irrevocabile [...] di valori mobiliari e [altri] strumenti finanziari», quale, dunque, «servizio ed attività di investimento» secondo la direttiva 2014/65/UE [art. 2, 1° comma, lett. a), i) e ii)], Reg. (UE) 2020/1503]. Servizio, complessivo, suscettibile, per «lo svolgimento delle funzioni operative», di «esternalizzazione», restando comunque il fornitore «pienamente» «responsabile» del «rispetto» del regolamento stesso per «le attività esternalizzate» [art. 9, 1° e 3° comma, Reg. (UE) 2020/1503]. Poiché, poi, quel servizio è destinato a coinvolgere attività di pagamento (ed eventualmente di custodia del *quid offerto*) una specifica e separata (disciplina ed) informazione è dedicata alla «prestazione di servizi di custodia delle attività e di servizi di pagamento»: art. 10 Reg. (UE) 2020/1503.

347 Alle «persone giuridiche stabilite nell'Unione [...] autorizzate come fornitori di servizi di crowdfunding», dovendosi nella relativa domanda indicare, tra l'altro e proprio in ragione dell'ampliamento della nozione (v. *supra* nt. 346), il « programma di attività che indichi le tipologie di servizi di *crowdfunding* che [si] intende offrire e la piattaforma di crowdfunding che [si] intende gestire, compresi il luogo e le modalità di commercializzazione delle offerte di crowdfunding » nonché lo svolgimento dei servizi di pagamento e di custodia e l'eventuale «esternalizzazione» di parte delle attività [cfr., artt. 3, 1° comma, e 12, 2° comma, lett. re d), n), e p) Reg. (UE) 2020/1503].

348 Cioché non solo i fornitori sono soggetti a disposizioni tese a prevenire conflitti di interesse nonché a requisiti prudenziali [nell'ordine artt. 8 e 11 Reg. (UE) 2020/1503]; ma questi sono pure vincolati, nello svolgimento dell'attività, a regole comportamentali di azione «onesta, equa e professionale» e «nel migliore interesse dei loro clienti» [art. 3, 2° comma, Reg. (UE) 2020/1503]; azione, allora, che deve pure presentarsi indipendente, assicurando la parità di trattamento essendo, segnatamente, interdetti pagamenti, «remunerazioni, sconti o benefici non monetari per l'attività di canalizzare gli ordini degli investitori verso una particolare offerta» sulla piattaforma, propria o altrui: art. 3, 2° comma, Reg. (UE) 2020/1503.

349 Art. 15 Reg. (UE) 2020/1503. Vigilanza che richiede anche una informazione periodica, ma riservata, di «un elenco dei progetti finanziati», specificando «a) il titolare del progetto e l'importo raccolto; b) lo strumento [...] c) informazioni aggregate sugli investitori e sull'importo investito, ripartite per residenza fiscale degli investitori, distinguendo tra investitori sofisticati e non sofisticati»; ciò al fine del monitoraggio per le Autorità e per avventori ed operatori, del relativo mercato nell'Unione europea, essendo poi tali dati trasmessi, in forma anonima, all'ESMA incaricata di elaborare e pubblicare «sul proprio sito web le statistiche annuali aggregate»: art. 16 Reg. (UE) 2020/1503.

350 Tutti i fornitori sono infatti iscritti in registro, «regolarmente aggiornato», tenuto dall'ESMA ed accessibile «sul suo sito web»; registro che, tra l'altro, espone le «eventuali sanzioni irrogate al fornitore [...] o ai suoi dirigenti»: art. 14, 1° comma e 2° comma, lett. g), Reg. (UE) 2020/1503.

351 Prestando, dunque, i servizi «in uno Stato membro diverso da quello la cui autorità competente ha concesso l'autorizzazione»: l'art. 18 Reg. (UE) 2020/1503.

352 Art. 2, 1° comma, lett. h), Reg. (UE) 2020/1503.

È il *progetto* - tra quelli "selezionati"³⁵³ dal fornitore del «servizio di *crowdfunding*»³⁵⁴ divenendo così oggetto di «offerta»³⁵⁵: (i) il prezzo della quale, nella prospettiva di una gestione «efficace», può essere fissato anche dallo stesso fornitore³⁵⁶; e (ii) suscettibile di atteggiarsi siccome "individuale", tenendo conto di eventuali pre-individuati e pre-determinati «parametri o indicatori di rischio specifici scelti» e comunicati dall'investitore³⁵⁷; è il progetto, si diceva, che *viene "finanziato"* - quale prodotto «di risparmio» eventualmente privo di «ritorno»³⁵⁸ - e che, quindi, nella «scheda contenente le informazioni chiave dell'investimento»³⁵⁹ di quelle (appunto: selezionate) *offerte*, è "*descritto*"³⁶⁰, comprendendo, di esso, «finalità e caratteristiche principali»³⁶¹ e rilevando come specifico "fattore" dell'investimento, i «principali rischi connessi» al quale devono, coerentemente, essere "presentati"³⁶²; informazioni, queste, la responsabilità delle quali è commessa, ribadendone sistematicamente la centralità, «almeno» al titolare del progetto³⁶³ benché in capo al fornitore sia intestato l'obbligo di porre in essere ed applicare «procedure adeguate per verificar[ne] la completezza, la correttezza e la chiarezza»³⁶⁴, dovendosi quest'ultimo attivare, eventualmente fino al

353 Art. 19, 1° comma, Reg. (UE) 2020/1503. E, in via generale, è sancito, sul fornitore, un obbligo di verifica minima (non già sul progetto ma) sul titolare del progetto. Verifica che «deve includere», da un canto, l'assenza di «precedenti penali relativi a violazioni delle norme nazionali nei settori del diritto commerciale, del diritto fallimentare, della normativa sui servizi finanziari, della normativa antiriciclaggio, della normativa antifrode o degli obblighi in materia di responsabilità professionale»; e, dall'altro, lo stabilimento del titolare in una giurisdizione riconosciuta come «cooperativa a norma della politica dell'Unione in materia» o «in un paese terzo [non] considerato ad alto rischio ai sensi dell'articolo 9, paragrafo 2, della direttiva (UE) 2015/849»: art. 5 Reg. (UE) 2020/1503.

354 Art. 2, 1° comma, lett. e), Reg. (UE) 2020/1503.

355 Art. 23, 2° comma, Reg. (UE) 2020/1503.

356 Dovendo allora effettuare, prudenzialmente e tra l'altro, una «una ragionevole valutazione del rischio di credito del progetto [...] o del titolare [...], considerando anche il rischio che [quest'ultimo] non effettui, in caso di prestito, obbligazione o altre forme di titoli di debito, uno o più rimborsi entro la scadenza», assicurando che «che il prezzo sia equo e adeguato»: v. art. 4, 4° comma, lett. a) e d), Reg. (UE) 2020/1503.

357 Pertanto, qualora l'investitore «desideri effettuare un investimento nei progetti [...] proposti, [quello] esamina e prende esplicitamente una decisione di investimento in relazione a ciascuna offerta individuale»: art. 3, 4° comma, Reg. (UE) 2020/1503.

358 Avvertenze, entrambe, da rendere quali «segnalazione di rischio»: art. 23, 5° comma, lett. e), Reg. (UE) 2020/1503.

359 Art. 23, 2° comma, Reg. (UE) 2020/1503; scheda (i) suscettibile di sottoposizione, *ex ante* e forzata, alla "lettura" dell'Autorità di vigilanza ma non oggetto di una di essa approvazione [art. 23, 14° comma, Reg. (UE) 2020/1503] e (ii) da rendere con una lingua ufficiale o divenuta tale (cfr. i commi tre, quattro, cinque e quindicesimo, quest'ultimo per la possibilità di una eventuale traduzione in una lingua a scelta dell'investitore).

360 Assolvendo all'obbligo «di redigere un documento contenente le informazioni chiave a norma del regolamento (UE) n. 1286/2014» sulle schede informative chiave per i prodotti di investimento al dettaglio preassemblati e i prodotti di investimento assicurativo: art. 23, 15° comma, Reg. (UE) 2020/1503.

361 Allegato I, *Parte A: informazioni sui titolari del progetto e sul progetto di crowdfunding*, lett. f), Reg. (UE) 2020/1503.

362 Allegato I, cit., *Parte C: fattori di rischio*.

363 Art. 23, 9° comma, Reg. (UE) 2020/1503. Quanto alla responsabilità civile, essa deve integrarsi «almeno» quando «[...] le informazioni sono fuorvianti o imprecise; o [...] la scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento omette informazioni fondamentali, necessarie per aiutare gli investitori a valutare se finanziare il progetto di crowdfunding»: art. 23, 10° comma, Reg. (UE) 2020/1503.

364 Art. 23, 11° comma, Reg. (UE) 2020/1503.

segno di cancellare l'offerta³⁶⁵, qualora ne «individui omissioni, errori o imprecisioni» significativamente sensibili sul «rendimento atteso dell'investimento»³⁶⁶.

Progetto, quello, che, si noti, se ed in quanto finanziato, "valida" l'«idea imprenditoriale», *generando un valore* (pubblicitario) *eccedente*³⁶⁷. Ed è il progetto a confinare gli offerenti, essendo l'applicazione della normativa europea, bensì soggettivamente "aperta" ad ogni impresa³⁶⁸ prescindendo da ogni requisito dimensionale; ma, proprio perché "pensata" per i progetti di piccole e medie imprese³⁶⁹, *oggettivamente limitata a progetti in "cerca" di investimenti «modesti»*³⁷⁰, al di sotto di un significativo *limite quantitativo*³⁷¹.

Un rapporto, quello tra investimento e progetto da finanziare, così stretto da ricadere precettivamente ben oltre gli aspetti definitivi³⁷², dovendosi dichiarare, per ogni offerta, *le condizioni, anche temporali, per considerare "finanziato con successo" quel progetto e le conseguenze in caso "insuccesso"*³⁷³.

Profili questi, tesi a tutelare il cliente e, più in generale, l'efficienza dello stesso mercato³⁷⁴, nel quale, naturalmente, centrale diventa il *ruolo dell'informazione (lato sensu)*³⁷⁵. Al riguardo, ancora una volta in una continuità nomogenetica con la disciplina domestica, può evidenziarsi che:

365 Successivamente all'inutile segnalazione e sospensione, essendo comunque gli «investitori che hanno presentato un'offerta di investimento o manifestato interesse nell'offerta» titolati alla pertinente revoca: art. 23, 12° comma, Reg. (UE) 2020/1503.

366 *Ibidem*.

367 Permettendo «agli imprenditori di entrare in contatto con un gran numero di persone che forniscono elementi e informazioni ed essere uno strumento di marketing»: Considerando (4), ove anche i virgolettati nel testo. D'onde l'esigenza che le informazioni su tale valore eccedente siano «chiaramente identificabili come tali» e «corrette, chiare e non fuorvianti nonché coerenti» con quelle relative alle offerte in quanto tali, rispettando la parità di trattamento (v. *supra*, nt. 348); ne segue che, «prima della chiusura della raccolta fondi per un progetto, nessuna comunicazione di marketing» può dedicare «un'attenzione sproporzionata a singoli progetti o offerte di crowdfunding in programma, in attesa o in corso»: art. 27 Reg. (UE) 2020/1503.

368 Esclusi solo i progetti di consumatori: art. 1, 2° comma, lett. a), Reg. (UE) 2020/1503.

369 Infatti, se «il crowdfunding (finanziamento collettivo) si sta affermando sempre più come forma di finanza alternativa per le *start-up* e le piccole e medie imprese (PMI), che riguarda solitamente investimenti modesti», esso, allora, «può contribuire a fornire alle PMI l'accesso ai finanziamenti e a completare l'Unione dei mercati dei capitali» giacché, per «le PMI, l'impossibilità di accedere ai finanziamenti costituisce un problema anche in quegli Stati membri in cui l'accesso al credito bancario è rimasto stabile durante la crisi finanziaria»: v. Considerando (1) e (2), Reg. (UE) 2020/1503.

370 V. Considerando (1) cit.

371 V. art. 1, 2° comma, lett. c), Reg. (UE) 2020/1503.

372 Secondo cui il «progetto di crowdfunding» è «la o le attività commerciali per le quali il titolare di progetti persegue l'obiettivo di ottenere finanziamenti tramite l'offerta di crowdfunding»: art. 2, 1° comma, lett. j), Reg. (UE) 2020/1503.

373 Descrivendo: (i) l'«obiettivo minimo di capitale da raccogliere [...]»; (ii) il «termine per raggiungere l'obiettivo [...]»; e (iii) le «informazioni sulle conseguenze nel caso in cui l'obiettivo [...] non sia raggiunto entro la scadenza prevista» [Allegato I, cit., *Parte B: caratteristiche principali del processo di crowdfunding e, a seconda dei casi, condizioni per la raccolta di capitale o l'assunzione di prestiti*, lett.re a)-c)].

374 Negli stessi sensi possono, esemplarmente, ricordarsi: sia le regole sui reclami (con procedure, la cui descrizione è pubblica, «efficaci e trasparenti per il [relativo] trattamento tempestivo, equo e coerente»); sia il potere di revocare l'autorizzazione all'esercizio dell'attività qualora «il fornitore [...] non abbia utilizzato l'autorizzazione entro 18 mesi dalla» relativa concessione [artt. 7 e 17, 1° comma, lett. a), Reg. (UE) 2020/1503].

375 L'adempimento delle regole sulle quali è pure presidiato da sanzioni amministrative: v. art. 39, 1° comma, lett. a), Reg. (UE) 2020/1503.

- a) le *informazioni* «sui costi, sui rischi finanziari e sugli oneri connessi» ai servizi prestati dal fornitore e sugli «investimenti, sui criteri di selezione dei progetti, e sulla natura» dei servizi stessi «e sui rischi a essi connessi»
- (1) devono essere «corrette, chiare e non fuorvianti»³⁷⁶, *isolando tali servizi da altri (in primis da quelli bancari)*³⁷⁷,
 - (2) devono essere *collocate* «in una posizione ben visibile su ogni supporto utilizzato, compresa ogni applicazione per dispositivi portatili, e su ogni pagina web dove è presentata tale offerta» ed ogniqualevolta essa è presentata³⁷⁸, e
 - (3) devono tanto essere *comunicate* «ai clienti ogniqualevolta ciò sia opportuno, e almeno prima che sia effettuata l'operazione di *crowdfunding*»³⁷⁹ nonché quanto *essere a disposizione* «di tutti i clienti in una sezione del sito web della piattaforma [...] chiaramente identificata e facilmente accessibile e in modo non discriminatorio»³⁸⁰;
- b) in caso di *assegnazione* di «punteggi di affidabilità creditizia ai progetti di *crowdfunding*» o di proposta di «determinazione del prezzo», i fornitori devono rendere «disponibile una descrizione del metodo usato per» i relativi calcoli con descrizione «rafforzata» qualora si fondino su «conti non sottoposti a audit»³⁸¹;
- c) deve essere resa l'informazione a (tutti) i clienti sul «periodo di riflessione per gli investitori non sofisticati»³⁸², in ragione del quale – benché termini e condizioni dell'offerta rimangano «vincolanti per il titolare di progetti dal momento in cui» questa è «presente sulla piattaforma» fino alla «data anteriore tra» quella «annunciata» quale scadenza dell'offerta e quella in cui è «raggiunto l'obiettivo di finanziamento fissato o, in caso di obiettivo di finanziamento flessibile, l'obiettivo

376 Art. 19, 1° comma, Reg. (UE) 2020/1503. Consimili sono le regole sulla scheda «contenente le informazioni chiave sull'investimento»: (i) da confezionare «corretta, chiara e non fuorviante»; (ii) priva di «note a piè di pagina diverse da quelle con riferimenti, incluse se del caso le citazioni dirette, alla normativa applicabile»; e (iii) da presentare «su supporto autonomo e durevole, chiaramente distinguibile dalle comunicazioni di marketing e composto da non più di sei facciate in formato A4 quando stampato» [v. art. 23, 7° comma, Reg. (UE) 2020/1503]. Informazioni, quest'ultime, che devono essere aggiornate: sicché il titolare del progetto è obbligato a comunicare «ogni variazione delle informazioni» necessarie a quell'aggiornamento «costantemente e per la durata dell'offerta», dovendo, simmetricamente, il fornitore informare «immediatamente gli investitori che hanno presentato un'offerta di investimento o manifestato interesse per l'offerta [...] di qualsiasi variazione significativa delle informazioni [...] che gli sono state comunicate» [art. 23, 8° comma, Reg. (UE) 2020/1503].

377 Sulla specifica informazione, ad esempio, della disapplicazione delle tutele relative al sistema di garanzia dei depositi: v. art. 19, 2° comma, Reg. (UE) 2020/1503.

378 Art. 19, 3° comma, Reg. (UE) 2020/1503.

379 Art. 19, 4° comma, Reg. (UE) 2020/1503.

380 Art. 19, 5° comma, Reg. (UE) 2020/1503.

381 Art. 19, 5° comma, Reg. (UE) 2020/1503.

382 Art. 19, 3° comma, Reg. (UE) 2020/1503. Informazioni, queste, che devono essere «accurate, chiare e tempestive», specificando, «subito prima che il potenziale investitore non sofisticato possa formulare la sua offerta di investimento o manifestazione di interesse» il «fatto che l'offerta di investimento o la manifestazione di interesse è soggetta a un periodo di riflessione, [la] durata del periodo di riflessione [le] modalità di revoca dell'offerta di investimento o della manifestazione di interesse»; e specificando, «subito dopo aver ricevuto l'offerta di investimento o la manifestazione di interesse, [...] inizio del periodo di riflessione»: art. 22, 6° comma, Reg. (UE) 2020/1503.

di finanziamento massimo»³⁸³; in ragione del quale, quindi, deve essere previsto, per il «potenziale investitore non sofisticato»³⁸⁴ uno *spatium*, pari a 4 giorni di calendario, durante il quale esercitare la *revoca, ad nutum* e senza alcuna penalità³⁸⁵, dell'offerta «di investire» o della «manifestazione di interesse»³⁸⁶;

- d) è imposta una *valutazione di appropriatezza dei servizi offerti ai potenziali investitori non sofisticati*, attraverso un compendio di informazioni³⁸⁷ e (connessa) simulazione³⁸⁸, da aggiornare periodicamente³⁸⁹, che i fornitori devono richiedere³⁹⁰; nel caso in cui la richiesta informativa abbia un esito negativo³⁹¹, i fornitori di servizi devono comunicare, a mezzo personale «segnalazione di rischio» che indichi «chiaramente il rischio di perdita della totalità del denaro investito», l'inappropriatezza dei servizi; segnalazione che i destinatari devono "riconoscere" «esplicitamente di aver ricevuto e compreso»³⁹²; e
- e) in ogni caso, *al superamento di alcune pre-determinate soglie e prima dell'accettazione dell'offerta*³⁹³, è prevista una "relazione informativa qualificata" per l'investitore non sofisticato, relativa al rilascio
- (1) da parte del fornitore, di una «avvertenza sui rischi» e

383 Art. 22, 1° comma, Reg. (UE) 2020/1503.

384 Definito "per differenza" dagli «investitori sofisticati», basandosi su "consapevolezza", su "esperienza" e "patrimonio", per "abitudine all'investimento" (i.e. il cliente professionale « secondo dell'allegato II, sezione I, punto 1, 2, 3 o 4, della direttiva 2014/65/UE) o su apposita "richiesta" [in ordine: art. 2, 1° comma, lett.re k) e j), Allegato II, I e II, Reg. (UE) 2020/1503].

385 Con simmetria di forme e formalità: art. 22, 5° comma, Reg. (UE) 2020/1503.

386 Essendo quindi approntato allo scopo un «registro delle offerte di investimento e delle manifestazioni di interesse ricevute, e del momento» di ricezione: art. 22, 4° comma, Reg. (UE) 2020/1503.

387 Informazioni «[sull'] esperienza, [sugli] obiettivi di investimento, [sulla] situazione finanziaria e [sulla] comprensione di base dei rischi legati all'investimento in generale e alle tipologie di investimento offerte sulla piattaforma [...], incluse informazioni riguardanti: [...] i precedenti investimenti in valori mobiliari o la precedente acquisizione di strumenti ammessi a fini di crowdfunding o prestiti da parte dei potenziali investitori non sofisticati, anche nella fase iniziale o di espansione di un'impresa; [...] la comprensione da parte dei potenziali investitori non sofisticati dei rischi legati alla concessione di prestiti, agli investimenti in valori mobiliari o all'acquisizione di strumenti ammessi a fini di crowdfunding attraverso una piattaforma [...], e le esperienze professionali in materia di investimenti di crowdfunding» [art. 21, 2° comma, Reg. (UE) 2020/1503].

388 Sulla «capacità di sostenere perdite, calcolata in misura pari al 10 % del [...] patrimonio netto [dell'investitore non sofisticato], sulla base delle seguenti informazioni: [...] reddito abituale e reddito totale, e se il reddito è percepito su base stabile o temporanea; [...] attività, ivi compresi gli investimenti finanziari e i depositi in contante, ma esclusi gli immobili detenuti a scopo privato o d'investimento e i fondi pensione; [...] impegni finanziari, ivi compresi impegni regolari, esistenti o futuri»; simulazione della somministrazione dei risultati della quale gli investitori devono «prendere atto» [v. art. 21, 4° e 6° comma, Reg. (UE) 2020/1503].

389 Art. 21, 3° e 6° comma, Reg. (UE) 2020/1503.

390 Art. 21, 1° comma, Reg. (UE) 2020/1503.

391 Perché le informazioni richieste non sono rese dagli investitori o perché i fornitori «ritengano, sulla base delle informazioni ricevute [...], che [...] non possiedano sufficienti conoscenze, competenze o esperienza»: art. 21, 4° comma, Reg. (UE) 2020/1503.

392 *Ibidem*.

393 Indicate nell'art. 21, 7° comma, Reg. (UE) 2020/1503.

- (2) da parte dell'investitore, sia del «consenso esplicito» sia della dimostrazione sulla comprensione dell'investimento e dei relativi rischi; dimostrazione reputata integrata dalla valutazione di appropriatezza effettuata dal fornitore³⁹⁴.

La regolamentazione dell'Unione europea, infine, si mostra attenta al *all'importanza del "disinvestimento"*³⁹⁵.

Anzi, nel Reg. (EU) 2020/1503 «la trasferibilità costituisce un'importante garanzia per gli investitori di poter uscire dall'investimento poiché offre loro la possibilità di disporre del proprio interesse sui mercati dei capitali»³⁹⁶.

394 *Ibidem*.

395 Ed una specifica «segnalazione di rischio» da rendere ai potenziali investitori comprende l'avvertenza (v. *supra*, nt. 358) secondo la quale l'investitore «potrebbe non essere in grado di vendere gli strumenti di investimento quando lo desidera» e che «qualora riesca a venderli, potrebbe tuttavia subire perdite»: art. 23, 5° comma, lett. e), Reg. (UE) 2020/1503.

396 V. Allegato I, cit., *Parte F: diritti degli investitori*, dovendosi informare, per ciascuna offerta, gli investitori sulle «restrizioni cui sono soggetti i valori mobiliari o gli strumenti ammessi a fini di crowdfunding, compresi gli accordi tra azionisti o altri accordi che ne impediscono la trasferibilità» e sulle «opportunità per [quelli] di uscire dall'investimento», descrivendo «eventuali restrizioni al trasferimento dei valori mobiliari o degli strumenti ammessi a fini di crowdfunding»: nell'ordine, lett.re b), d) ed c).

Conclusioni

Un modello di “organizzazione” della “partecipazione” per un nuovo “tipo” di emittente

Sulla base di quanto fin qui osservato, si possono abbozzare alcune proposte di intervento *per uno “statuto” dell'emittente piccola e media impresa* che “prenda sul serio” quel *socio che investe in quel progetto imprenditoriale* messo a disposizione del pubblico.

Proposte, da attuarsi mediante modifiche legislative, che considerano sia l'instabilità attuale dei testi normativi di riferimento, sia la centralità del progetto imprenditoriale nella scelta dell'investimento, sia, infine, la di esso rilevanza sotto il profilo della sua esecuzione “conforme” e dunque sulla partecipazione all' “organizzazione” dell'emittente.

Proposte, quindi, articolate come segue:

- fissazione di una sola definizione di “emittente piccola e media impresa”, alla quale ancorare la disciplina dell'“organizzazione” dell'emittente e dell'offerta del “prodotto”;
- applicazione di quella disciplina anche qualora l'emittente, nello sviluppo dell'impresa, “perda” la qualificazione di piccola e media impresa ed inapplicabilità della disciplina della trasformazione in caso di perdita della suddetta qualificazione;
- possibilità di scomposizione dei “prodotti” emessi in unità suscettibili di scambio, da qualificare come valori mobiliari e, nello specifico, come partecipazioni sociali;
- possibilità per l'emittente di creare categorie di partecipazioni sociali, distinguendo i soci interessati all'attuazione del progetto imprenditoriale finanziato ed i soci “diversi”;
- dotazione di una struttura organizzativa dell'emittente (amministrazione, controllo e tecnica di decisioni dei soci) attraverso assetti adeguati al progetto imprenditoriale da finanziare – anche in relazione all'art. 2086, 2° comma, c.c., secondo modelli pre-individuati dall'Autorità per entità di finanziamento richiesto;
- sviluppo del progetto imprenditoriale da finanziare in un *business plan* chiaro, semplice, temporalmente scandito e non superiore ad un prefissato numero di anni, secondo un modello raccomandato dall'Autorità³⁹⁷;

397 Cfr., in particolare, il sistema ora adottato (benché ad altri fini) in Belgio: v. *supra*, nt. 203.

- previsione, per la categoria dei soci interessati all'attuazione del progetto finanziato³⁹⁸, del potere di nominare un rappresentante comune³⁹⁹, professionista, che, da un lato, abbia il potere di chiedere ai gestori ogni informazione sull'attuazione del progetto finanziato ragguagliando le scelte gestorie al *business plan*, secondo un vincolo di coerenza e tempestività, e scrutinando la motivazione delle scelte gestorie difformi, allo scopo da adottare, appunto, con un obbligo di motivazione; e che, dall'altro, sia obbligato a riferire periodicamente alla categoria in questione, avvalendosi di modelli contenutisticamente predeterminati secondo il sistema del "*check and control*"; e
- previsione del diritto di recesso – di per sé da stimare eventualità eccezionale stante la libera circolazione della partecipazione sociale – in relazione ad eventi specifici ragguagliati al *business plan*.

398 Quanto meno per i clienti non professionali o non qualificati.

399 Tecnica di "istituzionalizzazione" di interessi collettivi già conosciuta nell'ordinamento: si pensi al rappresentante comune degli azionisti di risparmio o al rappresentante designato o ancora al rappresentante comune degli obbligazionisti.

Bibliografia

- AA.VV., *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, Quaderno della collana FinTech n. 5, Consob, luglio 2019
- AA.VV., in *Riv. dir. soc.*, 3/2019
- AA.VV., *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, a cura di F. Barachini, Milano, 2018
- AA.VV., *Oltre il profitto. I nuovi rapporti tra impresa e sociale*, in AGE, 1/2018
- ABDULAZIZ ABDUSALEH M. e WORTHINGTON A. C., *Small and Medium-Sized Enterprises Financing: a review of literature*, International Journal of Business and Management; Vol. 8, No. 14, ISSN 1833-3850 E-ISSN 1833-8119, Published by Canadian Center of Science and Education, 2013
- ABRIANI N. e G. SCHENEIDER G., Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione.IT, Corporate governance e Corporate Social Responsibility, in *Riv. soc.* 2020, p. 1326
- ACCETTELLA F. e CIOCCA N., *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2017, I
- AGSTNER P., A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Rivista ODC*, 2020
- AMBROSINI S., *Assetti adeguati e "ibridazione" del modello s.r.l. nel quadro normativo riformato*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso* Torino, 2020
- ANGELICI C., *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, vol. 1, *, Torino, 2004
- ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006
- ANGELICI C., *Sull'insegnamento di Paolo Ferro-Luzzi*, in *Riv. it. sc. giur.*, 5/2014
- ANGELICI C., *A proposito di "interessi primordiali" dei soci e "gestione esclusiva" degli amministratori*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I
- ANGELICI C., *"Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari*, in *Riv. soc.*, 2020

- ANGELICI C., *A proposito di shareholders, stakeholders e statuti*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, II
- AMATUCCI C., *L'efficienza dell'insider control system e l'informazione privata destinata al Consiglio di sorveglianza*, in *AGE*, 2, 2007
- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, 2020
- ANNUNZIATA F., *Il fondo di private equity tra discipline europee e specificità italiane*, in *AGE*, 1-2/2021, p. 207 ss.
- ASSONIME, *Risposta a consultazione sulla revisione della direttiva in materia di informazioni non finanziarie*, Consultazioni, 6/2020
- BANCA D'ITALIA e CONSOB, *Orientamenti di vigilanza in materia di società di investimento semplice (SIS)*, 6 luglio 2021
- BARBU T.C. e STRĂCHINARU A.I., *Capital Markets Union: Opportunities and Impact On The European Financial Market 2016*, in *Studies in Business and Economics* no. 11(2)/2016 - 140 - DOI 10.1515/sbe-2016-0028
- BARCELLONA E., COSTI R., Grande Stevens F., *Art. 2452-2461. Società in accomandita per azioni*, in *Commentario del codice civile*, Bologna, 2005
- BECKER B., HEGE U. e MELLA-BARRAL P., *Corporate debt burdens threaten economic recovery after COVID-19: Planning for debt restructuring should start now*, VoxEU.org, 21 March, 2020, reperibile all'indirizzo <https://voxeu.org/article/corporate-debt-burdens-threaten-economic-recovery-after-covid-19>
- BENAZZO P., *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018
- BERGER A. N. e UDELL G. F., *The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22 No. 6/8, 1998
- BERTI de MARINIS G., *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, in *Resp. Civ. Prev.*, 2016
- BERTI de MARINIS G., *La tutela del cliente vulnerabile*, in *BBTC*, 2018
- BIGA DIAMBEIDOU M., DAMIEN F., GAILLY B., VERLEYSEN M. e WERTZ V., 2009, *An Empirical Taxonomy of Start-Up Firms Growth Trajectories*, Working paper 07/09, Louvain School of Management
- BONGINI P., FERRANDO A., ROSSI E. e ROSSOLINI M., *Suitable or non-suitable? An investigation of Eurozone SME access to market-based finance*, CEPR Discussion Papers 12006, C.E.P.R. Discussion Papers, 2017
- BOOT A. e THAKOR A.V., *Moral hazard and secured lending in an infinitely repeated credit market game*, *International Economic Review*, 1994, 35,899-920,

- BOOT A., CARLETTI E., KOTZ H., KRANHEN J. P., PELIZZON L. e SUBRAHMANYAM M.G., *Coronavirus and financial stability 3.0: Try equity-risk sharing for companies, large and small*, VoxEU.org, 2 April, 2020
- BREMUSA F. e NEUGEBAUER K., *Reduced cross-border lending and financing costs of SMEs*, Journal of International Money and Finance Volume 80, February 2018, Pages 35-58
- BRUNO S., *Dichiarazione "non finanziaria" e obblighi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018
- BUONOCORE V., *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960
- BUSCEMI G., NARIZZANO S., SAVINO F. e VIGGIANO G., *"L'impatto della crisi da Covid-19 sull'accesso al mercato dei capitali delle PMI italiane"*, in Note Covid-19 della Banca d'Italia del 12 gennaio 2021
- CAGNASSO O., *La s.r.l.: un tipo societario senza qualità qualità?*, in *Nuovo dir. soc.*, 5/2013
- CAGNASSO O., *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito delle società P.M.I.*, in *Nuovo dir. soc.*, 8/2017
- CAGNASSO O., *S.r.l. aperta*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020
- CAGNASSO O., *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, vol. I, Milano, 2020
- CAMPOBASSO M., *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I
- CAMPOBASSO M., *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020
- CAPIZZI A., AGSTNER P. e GIUDICI P., *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in *AGE*, 1-2/2021, p. 227 ss.,
- CARLETTI E., OLIVIERO T., PAGANO M., PELIZZON L. e SUBRAHMANYAN M.G., *The Covid-19 Shock and Equity Shortfall: Firm-level Evidence from Italy*, CEPR, Discussion Papers, 14831, 2020
- CERA M. e PRESTI G., *Il testo unico finanziario: ieri, oggi, domani*, in *Il Testo Unico finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, *, Torino, 2020
- CERRATO S.A., *La parabola di start up e PMI dalla s.r.l. alla s.p.a* in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso* Torino, 2020
- G. CHIESA, F. PALMUCCI e I. PIROCCHI (2009), *La struttura finanziaria delle PMI: paradigmi e realtà*, Note e ricerche 1/2009, Alma Mater Studiorum Università di Bologna
- CIAN M., *S.r.l., PMI, s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018

- CIAN M., *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018
- CIAN M., *Sulla gestione sostenibile e i poteri degli amministratori: uno spunto di riflessione*, in *Riv. ODC*, 3/2021
- CIAN M., *Dalla s.r.l. personalistica alle quote finanziarie e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso* Torino, 2020
- CIAN M., *I sistemi multilaterali e i mercati «semiregolamentati»*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da Cera e Presti, Bologna, 2020
- CIFERRI D. e ARSI M., *Gli investimenti statali nelle PMI: il private equity pubblico*, in *AGE*, 1-2/2021, p. 57 ss.
- CIOCCA N., *I portali per il crowdfunding*, in *Diritto del Fintech*, a cura di M. Cian e Sandei, Milano, 2020
- CIOCCA N. e Marasà G., *Il trasferimento delle partecipazioni*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibbà e G. Marasà, vol. I, Milano, 2020
- CLIFTON N., Huggins R., Morgan B. e Thompson P., *An Appropriate Tool for Entrepreneurial Learning in SMEs? the case of the '20Twenty Leadership Programme'*, *Local Economy*, 2015, 30(5), 534-556
- CODAZZI, *Scopo di lucro e di beneficio comune nel passaggio da società non benefit a società benefit*, in *Riv. ODC*, 3/2021
- COLOMBELLI A., KRAFFT J. e VIVARELLI M., *To Be Born Is Not Enough: The Key Role of Innovative Startups*, 2016, IZA Discussion Papers, No. 9733, Institute for the Study of Labor (IZA), Bonn
- CORSO S., *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Giuffrè, 2021
- COSTI R., *L'azionista accomandatario*, Padova, 1969
- COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, 2018
- COSTI R., *Tutela del risparmio e costituzione: storia e attualità dell'art. 47*, in *Banca impresa e società*, 3/2018
- COSSU M., *Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione recente*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2015, I
- COSSU M., *La società a responsabilità limitata nella riforma del diritto concorsuale*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020
- CUCCU F., *La (in)sostenibilità del nuovo codice di corporate governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, II

- Čučković N. e VUČKOVIĆ V., *EU R&D Funding as a Way of Incentivizing Innovation of SMEs: A Review of Impacts Croatian Economic Survey*, Vol. 20 : No. 2 : December 2018
- CUMMING D. e HORNUF L., *The Economics of Crowdfunding*, 2018, reperibile all'indirizzo https://doi.org/10.1007/978-3-319-66119-3_1
- CUSA E., *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 2019
- CUSA E., *La società consortile*, Torino, 2021
- CZARNITZKI D. e DELANOTE J., *R&D policies for young SMEs: input and output effects*, *Small Bus Econ* 45, 465–485 (2015)
- DI GIORGIO G. e MURRO P., *Le PMI italiane e la sfida della crescita*, in *AGE*, 1-2/2021, p. 3 ss.
- DE LUCA N., *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016
- DE LUCA N., *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza assente*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, I
- DE LUCA N. e PORTALE G. B., *Interessi primordiali degli azionisti e competenze implicite dell'assemblea*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I
- DE MARI M., *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, Wolters Kluwer, 2020
- De Stasio V., *Il Crowdfunding*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Zanichelli, 2020
- DEMARY M., HORNIK J. e WATFE G., *Research Report "SME financing in the EU: Moving beyond one-size-fits-all"*, IW-Report, No. 11/2016, Provided in Cooperation with: German Economic Institute (IW), Cologne
- DENOZZA F., *Lo scopo della società, tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *Riv. ODC*, 1/2021
- DENOZZA F., *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in *Riv. ODC*, 3/2019
- DENTAMARO A., *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle 1quote ex art. 2468, comma 1, cc. e tutela dell'investitore*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020
- DESANA E., *PMI innovative, PMI e società a responsabilità limitata : una rivoluzione copernicana?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso* Torino, 2020
- DOLMETTA A. A., *Sul "tipo" S.r.l.*, in *S.r.l. Commentario. Dedicato a G.B. Portale*, Milano, 2011
- DOLMETTA A. A., in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Milano, 2016, sub artt. 2333-2336

- ENRIQUES L., voce *Società per azioni*, in *Enc. dir.*, Annali X, Milano, 2017
- FERRO-LUZZI P., *Riflessioni sulla Riforma; I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005
- FERRI Jr G., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001
- FERRI Jr G., *Della società in accomandita per azioni. Artt. 2452-2461*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da Schlesinger e diretto da Busnelli e Ponzanelli, Milano, 2020
- FORESTIERI G., *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio*, Rivista Bancaria ABI, Giugno 2014 - n. 6
- FOSCHINI M., *Il diritto dell'azionista alle informazioni*, Milano, Giuffrè, 1959
- GARRAMONE F., *Una panoramica in tema di Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)*, in *Banca Impr. Soc.*, 1/2020, p. 131 ss.
- GILLOTTA S., *Il disinvestimento tramite quotazione: opportunità e limiti*, in *AGE*, 1-2/2021, p. 355 ss.
- GENOVESE A., *Innovazione tecnologica e trasformazione del settore finanziario tra initial coin offerings (Icos) e investment crowdfunding: quali sfide per l'autorità di controllo*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole* a cura di Giusel, Finocchiaro e Falce, Bologna, 2019
- GLIOZZI E., *Lo short-terminismo e la direttiva n. 828 Ue del 2017*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 3/2020
- GORMELEY W., *Disclosure of future oriented information under the Securities laws*, in *Yale journal*, 88, 1978
- GRAZIANI A., Minervini G., Belviso U. e Santoro V., *Manuale di diritto commerciale*, Wolters Kluwer Cedam, 2020
- GROSSMAN S. e STIGLITZ J., *Information and Competitive Price System*, in *Am. Econ. Rev.*, 1980, 393; Id., *On the impossibility of Informationally Efficient Markets*, in *Am. Econ. Rev.*, 1980
- GROSSO P., *Le categorie di quote nelle società a responsabilità limitata alla luce dell'esperienza delle categorie di azioni*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020
- HUYGHEBAERT N. e VAN DE GUCHT L. M., *The Determinants of Financial Structure: New Insights from Business Start-Ups*, *European Financial Management*, 13(1), 2007, 101-133
- IOCCA M.G., *La società di investimento semplice (SIS): un nuovo strumento a supporto delle PMI nel decreto crescita*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2/2020, p. 283 ss.
- KIEŁEK E. e WIĘCŁAWSKA, *Support for the SMEs sector in the framework of the smart growth operational programme for the years 2014-2020*, 2016, in *Określona*

- M., GORZEŃ-MITKA, I., ANNA LEMAŃSKA-MAJZIK, A., SIPA, M., SKIBIŃSKI, A. (Eds.), 1st International Conference Contemporary Issues in Theory and Practice of Management CITPM 2016, 21-22 April, Czestochowa University of Technology Faculty of Management, Poland
- KRONMAN A. T., *Mistake, Duty of Disclosure, Information and Law of Contracts*, in *Journal of Leg. Stud.*, 1978
- La ROCCA M., La ROCCA T. e CARIOLA A., *Small Business Financing. Financial preferences throughout the life cycle of a firm*, 2009, Working paper, reperibile all'indirizzo https://www.researchgate.net/publication/242086295_Small_Business_Financing_Financial_preferences_throughout_the_life_cycle_of_a_firm
- La ROCCA M., La ROCCA T. e CARIOLA A., *Capital Structure Decisions During a Firm's Life Cycle*, *Small Bus Econ*, 2011, 37:107-130, DOI 10.1007/s11187-009-9229-z
- LABUDOVA L. e JANOŠOVÁ D., *Analysis of support And identification of barriers to SME's in Slovakia and in the Czech Republic*, *Serbian Journal of Management* 14 (2) (2019)
- LA SALA G. P., *Start-up innovative: fattispecie e costituzione di s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2017
- LENER R. e LUCANTONI P., *Regole di condotta nella regolamentazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *BBTC*, 2012
- LIACE A., in *BBTC*, 2020
- LIBERTINI M., *La funzione di controllo nell'organizzazione della società per azioni, con particolare riguardo ai c.d. sistemi alternativi*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, vol. 2, Torino, 2014
- LIBERTINI M., *Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d'impresa della Business Roundtable*, in *Riv. ODC*, 3/2019
- LIBONATI B., *Formazione del bilancio e destinazione degli utili*, Napoli, 1978
- LOMBARDO S., *AIM, SPAC, equity-crowdfunding e private placement. La raccolta di capitale di rischio fra formazione del capitale e protezione degli investitori*, in *AGE*, 1-2/2021, p. 31 ss.
- MALBERTI C., *La nozione di PMI costituita in forma di società a responsabilità limitata*, in *Riv. ODC*, 3/2021
- MARCHEGIANI L., *Motivazione delle deliberazioni consiliari nelle società per azioni*, Milano, 2018
- MATZLER K., KEPLER J., SCHWARZ E., DEUTINGER N., Harms R., *The Relationship between Transformational Leadership, Product Innovation and Performance in SMEs*, *Journal of Small Business and Entrepreneurship* 21, no. 2, 2008

- MAUGERI M., *Sulle competenze "implicite" dell'assemblea nella società per azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 1/2007
- MAUGERI M., *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010
- MAUGERI M., «Pluralismo» e «monismo» nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement nella Business Roundtable, in *Riv. ODC*, 3/2019
- MERUSI F., *Il potere normativo delle autorità indipendenti*, in *L'autonomia privata e le autorità indipendenti*, a cura di G. Gitti, il Mulino, 2006
- MERUSI F. e PASSARO M., *Le autorità indipendenti*, il Mulino, 2011
- MINNECI U., *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019
- MINNECI U., *La raccolta "alternativa" di capitali di debito da parte delle PMI*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020
- MIOTTO L., *Sull'imprenditorialità minima del socio di s.r.l.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, p. 827 ss.
- MOLLO G., *Il ruolo del socio nella gestione della S.p.a. quotata*, Napoli, 2018, *passim*.
- MONDINI P.F., *Le azioni correlate*, Milano, 2009
- MONTALENTI P., *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, in *Giur. comm.*, 2016, I
- MONTALENTI P., *Il socio di società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2020
- MOSCARINI G. e POSTEL-VINAY F., *The Contribution of Large and Small Employers to Job Creation in Times of High and Low Unemployment*, *American Economic Review* 2012, 102(6): 2509–2539
- OLIVIERI G., *Alle origini della società aperta*, in *AGE*, 2/2019
- ONZA M., «Partecipare»: significati e ipotesi nel diritto delle società azionarie (note preliminari sulla "partecipazione del non socio"), in *Riv. dir. comm.*, 2018, I
- ONZA M., *L' "accesso" alla società per azioni ed alla società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 2020, I
- OPPO G., *Sulla «tipicità» delle società quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 1999
- ORLANDI M., *Autonomia privata e autorità indipendenti*, in *L'autonomia privata e le autorità indipendenti*, a cura di G. Gitti, il Mulino, 2006
- PAGLIANTINI S., *Trasparenza contrattuale*, in *Enc. Dir., Annali V*, Milano, 2012
- PAPADOPOULOS G., S. RIKAMA, P. ALAJÄÄSKÖ e Z. SALAH-EDDINE, *Statistics on small and medium-sized enterprises*, Eurostat, 2019
- PATRIARCA S., *Prodotti e strumenti finanziari*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020

- PELLIZZI G. L., *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I
- PERRONE A., *Mercato all'ingrosso e regole di comportamento*, in *Riv. soc.*, 2010
- PERRONE A., *Servizi di investimento e regole di comportamento dalla trasparenza alla fiducia*, in *BBTC*, 2015
- PERRONE A., *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *BBTC*, 2019
- PERRONE A., *Il diritto del mercato dei capitali*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2020
- PIRANI P., *Un'analisi empirica delle PMI innovative: Much ado about nothing?*, in *Giur. comm.*, 2018, I
- POLITECNICO DI MILANO, *6° Report italiano sul CrowdInvesting* - Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation, luglio 2021, reperibile all'indirizzo <https://www.osservatoriefi.it/efi/wp-content/uploads/2021/08/re-portcrowd2021-1.pdf>
- POLICARO G.A., *Dalle s.r.l. emittenti sui portali online di equity crowdfunding alle s.r.l. aperte «senza deviazione dalla norma, il progresso non è possibile»*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso* Torino, 2020
- PRATIVIERA S., *Società benefit e responsabilità degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018
- PRESTI G., *Vent'anni vissuti pericolosamente. TUF e codice civile: una convivenza difficile*, in *AGE*, 2/2019
- RABITTI M., *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *Dir. bancario*, suppl. fasc. I, 2020
- RESCIGNO M., *Sostenibilità": una nuova clausola generale nelle regole dell'esercizio dell'attività di impresa?*, in *Il ruolo delle clausole generali in una prospettiva multidisciplinare*, a cura di Sacchi, Milano, 2021
- RINALDO C., *La multiformità della s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2020
- ROSAPEPE R., *Corretta amministrazione, codici di comportamento ed informazione*, in *Riv. soc.*, 2008
- ROSSI SER., *L'impegno multistakeholder della società benefit*, in *Riv. ODC*, 2/2017
- ROSSI SER., *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in *Riv. ODC*, 1/2021
- SACCO GINEVRI A., *Il private equity di Stato: il caso del Patrimonio Rilancio*, in *AGE*, 1-2/2021, p. 93 ss.
- SALAMONE L., *Oggetto sociale e poteri di rappresentanza dell'organo amministrativo*, in *Giur. comm.*, 2008, I
- SALAMZADEH A. e. KAWAMORITA K. H., *Startup Companies: Life Cycle and Challenges*, Proceedings of the 4th International Conference on Employment, Education and Entrepreneurship (EEE), 2015, Belgrade, Serbia

- SAMUELSSON M. e DAVIDSSON P., *Does venture opportunity variation matter?: Investigating systematic process differences between innovative and imitative new ventures*, 2009, *Small Business Economics*, - 0921-898X .- 1573-0913., 33:2, s. 229-255
- SANTORO V., *Tentativi di sviluppo di un mercato secondario delle quote di società a responsabilità limitata*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020
- SANTOSUOSSO D.U., *I tratti essenziali e l' "aggettivo" qualificante delle società per azioni. Contributo in materia di fattispecie, tipo e nozione di società*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2015, I
- SANTOSUOSSO D.U., *Il ruolo della società a responsabilità nel diritto europeo: quadro comparatistico e prospettive evolutive*, in *Riv. dir. soc.*, 4/2020
- SCANO A. D., *La motivazione delle decisioni nelle società di capitali*, Milano, 2018
- SCANO A. D., *Il «tipo» società a responsabilità limitata*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba e G. Marasà, vol. I, Milano, 2020
- SCIARRONE ALIBRANDI A., *Dalla tutela informativa alla product governance: nuove strategie regolatorie dei rapporti tra clientela e intermediari finanziari*, in *Riv. reg. merc.*, 2016,
- Sciarrone Alibrandi A., *Diritto commerciale*, a cura di M. Cian, IV. *Diritto del sistema finanziario*, Giappichelli, 2020
- SCIUTO M., in *Commentario romano al nuovo diritto delle società. Commento agli artt. 2325-2379 ter del Codice civile*, a cura di F. D'Alessandro, Vol. II, 1, Padova, 2010
- SCIUTO M., *Problemi in materia di potere rappresentativo degli amministratori di s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2014
- SCIUTO M., *Quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba e G. Marasà, vol. I, Milano, 2020
- SIRONI A., *"Il finanziamento delle PMI tramite il mercato dei capitali. Il ruolo di borsa italiana"*, Scienze economiche, 2018, Istituto Lombardo (Rend. Lettere)
- SPADA P., *La tipicità delle società*, Milano, 1974
- SPADA P., *Tipologia della società e società per azioni quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II
- SPADA P., *Diritto commerciale. Parte generale*, Padova, 2009
- SPADA P., *Diritto commerciale. Elementi*, Padova, 2009
- SPADA P., *Nuova didattica. Diritto commerciale, II. Elementi*, 2009, Padova
- STELLA RICHTER M., *Profilo storico*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba e Marasà, vol. I, Milano, 2020

- STRAMPELLI G., *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020
- TEKER S. e TEKER D., *Venture Capital and Business Angels: Turkish Case*, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*. 235. 630-637. 10.1016/j.sbspro.2016.11.041., 2016
- THOMADAKIS A., *Developing EU Capital Markets for SMEs: Mission impossible?*, *ECMI Commentary*, No. 46 / 4, September 2017
- TOMBARI U., *Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, Milano, 2019
- TOMBARI U., *Corporate social responsibility (CSR), environmental social governance (ESG) e "scopo della società"*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, II
- TOMBARI U., *Intelligenza artificiale e corporate governance nella società quotata*, in *Riv. soc.* 2021, p. 1432
- TORRICELLI S., *Per un modello generale di sindacato sulle valutazioni tecniche: il curioso caso degli atti delle autorità indipendenti*, in *Dir. amm.*, 2020
- TULLIO P., *Gli investimenti corporate nelle start-up: il corporate venture capital. Per una analisi empirica*, in *AGE*, 1-2/2021, p. 107 ss.
- VALZER A., *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2012
- VELLA F., *Le società aperte: oltre il TUF? Per una discussione*, in *AGE*, 2/2019
- VELLA F. e Giordano G., *"De-Localizzazione e a-territorialità"*, in *Diritto del Fintech*, a cura di M. Cian e C. Sandei, Cedam, 2020
- VISENTINI G., *"Le filosofie della società per azioni e l'esperienza italiana"*, in *Giur. comm.*, 2015, I;
- VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*, vol. II, Milano, 1907
- WASIUZZAMAN, SHAISTA, LEE, CHONG L., BOON, ONG H. e CHELVAM, HEMALATHA P., *Examination of the Motivations for Equity-Based Crowdfunding in an Emerging Market*, 2021, *J. Theor. Appl. Electron. Commer. Res.* 16, no. 2, reperibile all'indirizzo <https://doi.org/10.4067/S0718-18762021000200105>
- Wasilewski M. e Żurakowska-Sawa J. (2020), *The stages of firm life cycle and capital structure ratios for companies of industry*, *Polityki europejskie finanse i marketing*, 05/2020 pp. 256-267, DOI 10.22630/PEFIM.2020.23.72.21
- WUILLAUME A., JACQUEMIN A. e Janssen F., *The right word for the right crowd: an attempt to recognize the influence of emotions*, 2018, *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, pp. 1 e ss., reperibile all'indirizzo <https://doi.org/10.1108/IJEBR-10-2017-0412>
- ZAMMITI M.V., *Long-termism e short-termism nella ricerca di strategie di sostenibilità*, in *Riv. ODC*, 3/2021

- ZANARONE G., *Società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. VIII, diretto da Galgano, Padova, 1985
- ZANARONE G., *S.r.l. contro s.p.a. nella legislazione recente*, in *Giur. comm.*, 1995, I
- ZANARONE G., *Della società a responsabilità limitata*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da Schlesinger e diretto da Busnelli, I, Milano, 2010 sub art. 2463
- ZENO ZENCOVICH V. e MEZZANOTTE F., *Le reti della conoscenza dall'economia al diritto*, in *Dir. inf.*, 2008
- ZOPPINI A., *Un raffronto tra società benefit ed enti non profit: implicazioni sistematiche e profili critici*, in *Riv. ODC*, 2/2017

Siti internet

- Audizione di Jerusalmi, Amministratore Delegato Borsa Italiana in Commissione Finanze Camera nell'ambito dell'Indagine conoscitiva sui mercati finanziari al servizio della crescita economica della Commissione Finanze della Camera dei Deputati, disponibile all'indirizzo https://www.camera.it/leg18/1132?shadow_primapagina=11617
- CONSOB, *Crowdfunding*, in *investor education*, rep. in www.consob.it
- Report riepilogativo delle imprese quotate sull'AIM reperibile all'indirizzo https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/mercati/aimitalia-stat/2021/aimitalia202106_pdf.htm

Altro

- Relazione del Parlamento Europeo sull'accesso al credito per le PMI e il rafforzamento della diversità del finanziamento alle PMI nell'Unione dei mercati dei capitali - A8-0222/2016 - 29.6.2016 - (2016/2032(INI))
- Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union, "*A new Vision for Europe's capital markets*", June 2020
- Nuovo Piano di Azione della Commissione Europea
- Allegato 1 al progetto di revisione dell'Action Plan della CMU
- Public Consultation – Feedback Statement, "*Building a proportionate regulatory environment to support SME listing*" European Commission, Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, del 18 dicembre 2017

Recenti pubblicazioni

- 24** – giugno 2022
Quaderni giuridici Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente
D. Colonnello, E.R. Iannaccone, G. Mollo, M. Onza; con prefazione di R. Sacchi
- 23** – maggio 2022
Quaderni giuridici Gli sviluppi tecnologici del diritto societario
a cura di
M. Bianchini, G. Gasparri, G. Resta, G. Trovatore, A. Zoppini
- 10** – luglio 2021
Discussion papers L'industria del post-trading
S.G. Lo Giudice
- 9** – gennaio 2021
Discussion papers Le OPA in Italia dal 2007 al 2019
Evidenze empiriche e spunti di discussione
F. Picco, V. Ponziani, G. Trovatore, M. Ventrone; con introduzione a cura di R. Lener
- 22** – ottobre 2020
Quaderni giuridici The Prospectus Regulation
The long and winding road
S. Alvaro, R. Lener, P. Lucantoni; in collaboration with V. Adriani, F. Ciotti, A. Parziale introduced by Carsten Gerner-Beuerle
- 88** – novembre 2019
Quaderni di finanza Who intends to become financially literate?
Insights from the Theory of Planned Behaviour
F.C. Billari, M. Gentile, N. Linciano, F. Saita
- 21** – settembre 2019
Quaderni giuridici A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della *Capital Market Union*?
Atti del convegno Banca d'Italia – Consob
Roma, Banca d'Italia, 6 novembre 2018
- 20** – gennaio 2019
Quaderni giuridici La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica
Il *golden power* dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie
S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola
- 19** – gennaio 2019
Quaderni giuridici Investitori istituzionali, governo societario e codici di *stewardship*:
Problemi e prospettive
S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli

- 18** – dicembre 2018
Quaderni giuridici Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI
S. Alvaro, S. Caselli, D. D'Eramo
- 7** – ottobre 2018
Position papers La mappatura delle sedi di negoziazione in Italia dopo l'entrata in vigore di MiFID II/MiFIR
Divisione Mercati, Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato
- 17** – settembre 2018
Quaderni giuridici Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi
S. Alvaro, F. Annunziata; con prefazione a cura di M. Stella Richter jr
- 87** – settembre 2018
Quaderni di finanza Boardroom gender diversity and performance of listed companies in Italy
G.S.F. Bruno, A. Ciavarella, N. Linciano
- 16** – febbraio 2018
Quaderni giuridici Tutela degli investitori e dei clienti degli intermediari e ADRs
 Atti del convegno Consob - Arbitro per le Controversie Finanziarie - Università Luigi Bocconi
Milano, Università Bocconi, 11 luglio 2017
- 8** – gennaio 2018
Discussion papers Il costo dei fondi comuni in Italia. Evoluzione temporale e confronto internazionale
G. Finiguerra, G. Frati, R. Grasso
- 86** – gennaio 2018
Quaderni di finanza Non-bank institutional investors' ownership in non-financial companies listed in major European countries
F. Fancello, N. Linciano, L. Gasbarri, T. Giulianelli
- 15** – dicembre 2017
Quaderni giuridici The marketing of MREL securities after BRRD. Interactions between prudential and transparency requirements and the challenges which lie ahead
S. Alvaro, M. Lamandini, D. Ramos Muñoz, E. Ghibellini, F. Pellegrini
- 85** – dicembre 2017
Quaderni di finanza Board diversity and firm performance across Europe
A. Ciavarella
- 14** – novembre 2017
Quaderni giuridici Effetti dei tassi di interesse negativi su mutui e obbligazioni a tasso variabile
 Un'analisi dei profili giuridici e finanziari
S. Alvaro, A. Gentili, C. Mottura
- 84** – ottobre 2017
Quaderni di finanza Challenges in ensuring financial competencies. Essays on how to measure financial knowledge, target beneficiaries and deliver educational programmes
N. Linciano and P. Soccorso Editors