

V CONVEGNO ANNUALE DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI  
PROFESSORI UNIVERSITARI DI DIRITTO COMMERCIALE  
"ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"L'IMPRESA E IL DIRITTO COMMERCIALE: INNOVAZIONE, CREAZIONE DI VALORE,  
SALVAGUARDIA DEL VALORE NELLA CRISI"

Roma, 21-22 febbraio 2014

ALDO LAUDONIO

## La folla e l'impresa: prime riflessioni

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

### 1. Un legislatore "sordo" e "strabico"...

La recente introduzione nel nostro ordinamento<sup>1</sup> della possibilità di costituire dei portali per la raccolta del capitale di rischio da destinare a specifiche varianti di forme societarie (*start-up* innovative) che il legislatore proclama spiccatamente votate all'innovazione tecnologica sembra essere solo una prima incompleta, macchinosa ed inadeguata traduzione

---

<sup>1</sup> L'articolato corpo regolamentare scaturisce da un decreto legge, come ormai sempre più spesso accade nella legislazione economica più recente: si tratta del d.l. 179/2012, e, in particolare, dei suoi artt. 26, comma 5, e 30. Mentre il primo consente che "le quote di partecipazione in *start-up* innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di *offerta al pubblico* di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali", il secondo opera una serie di modifiche al TUF, conferisce una delega alla CONSOB per l'attuazione della normativa primaria così introdotta (delega attuata con il regolamento 18592 del 26 giugno 2013, di seguito: reg. equity c.f.) e stabilisce, infine, un privilegio in relazione all'accesso alla garanzia del Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese (la cui disciplina operativa è peraltro demandata ad un decreto interministeriale, poi adottato il 26 aprile 2013 ad opera del Ministero dello Sviluppo Economico e del Ministero dell'Economia e delle Finanze, e pubblicato in G.U. il 25 giugno 2013). Sulla correttezza della tecnica normativa che al ricorso al decreto-legge coniuga le rilevanti deleghe attuative appena elencate si potrebbero muovere serie censure almeno sotto il profilo dell'urgenza dell'intervento; non consta peraltro che tale profilo sia stato rilevato da nessuno degli autori che si è occupato del tema.

normativa di un fenomeno economico che, seppur giovane, ha già assunto una notevole importanza ed ha dato prova di molteplici potenzialità applicative: il *crowdfunding* (letteralmente: “finanziamento della folla”).

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

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

Nei successivi paragrafi, quindi, ci si propone di fornire un sintetico inquadramento giuridico-economico *crowdfunding* e delle sue multiformi esplicazioni operative, quindi si procederà ad evidenziare alcune delle principali falle della normativa italiana ed infine ad articolare una riflessione su alcune delle principali fattispecie di *crowdfunding*, valutandone taluni aspetti probabilmente bisognosi di attenzione normativa.

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

---

<sup>2</sup> Si tratta di A. BOLLETTINARI, *Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme online nella prassi e nella recente legislazione*, in *Nuovo dir. soc.*, 2013, n. 2, p. 9, il quale afferma nell’esordio della sua analisi che “il fenomeno del *crowdfunding* è stato regolamentato in Italia dalla legge n. 221 del 17 dicembre 2012”. Una prospettiva ancor più limitata è tralasciata nel rapporto “Restart, Italia!” redatto nel 2012 dalla *task force* sulle *startup* istituita dal Ministero dello Sviluppo Economico: “Per quanto riguarda l’Italia, la nostra normativa attualmente non contempla, in maniera chiara, la possibilità di fare ricorso al *crowdfunding*. Per far sì che questo strumento sia disponibile anche da noi, è importante prevedere una procedura di autorizzazione snella e semplice, basata però su chiare garanzie offerte da parte di chi voglia aprire queste piattaforme online dedicate alla *raccolta di capitale*, creando meccanismi di trasparenza e informazione per rendere chiaro ai cittadini che – come in ogni *investimento* – corrono sempre il rischio di perdere il capitale investito” (p. 78, corsivi aggiunti). V. anche le pagine successive, ove una sintetica illustrazione dei contenuti della proposta, in larga parte poi riprodotta nel d.l. 179/2012.

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

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

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

A quest'ultimo riguardo, si può prendere a prestito il lessico anglosassone (non solo in virtù dell'origine del fenomeno, ma anche per non imprimere inavvertitamente connotati causali ancora da sondare), in base al quale attualmente si suole distinguere almeno quattro varietà di *crowdfunding*: il *donation-based crowdfunding*, il *reward-based crowdfunding*, *lending-based crowdfunding*, e, infine, *l'equity-based crowdfunding*<sup>6</sup> (senza contare la presenza di varie ibridazioni).

---

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

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

<sup>6</sup> La categorizzazione, tuttavia, non è esaustiva e nemmeno unanimemente condivisa tra i vari autori - giuristi ed aziendalisti - che hanno esercitato già con una certa intensità i loro sforzi qualificatori. Nella letteratura giuridica straniera si segnalano: T. KAPPEL, *Ex ante*

Volendo brevemente illustrare queste modalità nelle loro forme “pure”, si può rilevare che nel *donation-based crowdfunding* a fronte delle somme versate non è prevista alcuna forma di remunerazione economica e sebbene sia elementare dedurre da ciò che tale schema sia precipuamente impiegato per fini caritatevoli e filantropici, non si può omettere di riferire che esso ha altresì avuto un ingente applicazione anche ad attività imprenditoriali<sup>7</sup>.

---

*crowdfunding and the recording industry: a model for the U.S.?*, in Loy. L.A. Entertainment L. Rev., 2009, Vol. 29, No. 3, p. 375 ss., ove è trattata l'allora incipiente applicazione del *crowdfunding* all'industria discografica, sia nella sua versione disinteressata (*patronage ex ante crowdfunding*), sia nella variante che prevede altresì la partecipazione ai profitti derivanti dalle vendite degli album (*patronage-plus ex ante crowdfunding*); E. BURKETT, *A crowdfunding exemption? Online investment crowdfunding and U.S. securities regulation*, in Transactions Tenn. J. Bus. L., 2011, Vol. 13, No. 1, p. 66 ss., 71 ss.; A.A. SCHWARZ, *Crowdfunding securities*, in Notre Dame L. Rev., 2012, Vol. 88, No. 3, p. 1459 s.; J.M. HEMINWAY, S.R. HOFFMAN, *Proceed at your peril: crowdfunding and the Securities Act of 1933*, in Tenn. L. Rev., 2011, Vol. 78, No. 4, p. 881; C.S. BRADFORD, *Crowdfunding and the federal securities laws*, in Colum. Bus. L. Rev., 2012, Vol. 2012, No. 1, p. 10 ss., il quale si segnala per la sua analiticità. Mentre in Italia, v. A. BOLLETTINARI, cit. (nt. 2), p. 17 ss.; E. FREGONARA, *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Milano, 2013, p. 92 ss.; M. PINTO, *L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal "Decreto Crescita"*, in Soc., 2013, p. 819. Tra gli economisti e gli aziendalisti, cfr. B.J. RUBINTON, *Crowdfunding: disintermediated investment banking*, working paper, 2011, p. 2 s. (reperibile sul sito <http://mpr.ub.uni-muenchen.de>); A. SCHWIENBACHER, B. LARRALDE, cit. (nt. 4), p. 370 s.; E. MOLLICK, *The dynamics of crowdfunding: an exploratory study*, in corso di pubblicazione su *J. Bus. Venturing*, 2014, p. 3 s. (del file scaricato dalla banca dati Elsevier).

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

<sup>7</sup> Secondo le rilevazioni presenti nel rapporto MASSOLUTION, 2013 CF - *The crowdfunding industry report*, 2013, p. 43 ss. (acquistabile sul sito <http://www.crowdsourcing.org>), le somme destinate ad iniziative imprenditoriali attraverso il *donation-based crowdfunding* nel 2012 rappresentano il 12,8% (125.350.000 \$) del totale (979.300.000 \$), superando così il totale delle somme raccolte mediante l'*equity-based crowdfunding* (111.700.000 \$). Sulla scorta di questi dati (e di altri più oltre riportati) che vedono affermarsi il *donation-based crowdfunding*, pare di poter smentire l'affermazione di G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, «crowdfunding» e mercati privati*, in AGE, 2013, n.

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

All'evanescenza di questo confine si aggiunga, poi, che la locuzione *reward-based crowdfunding* è sovente usata anche in relazione a raccolte di fondi in cui è palese l'instaurarsi di un rapporto di scambio, o di un investimento finanziario. Nella prima ipotesi, si può parlare di una forma di prevendita, accompagnata o meno dalla formula *pay as you wish* (già sperimentata, ad esempio, nelle industrie videoludica, discografica e cinematografica e, più in generale, dello spettacolo) e, se del caso, agganciata a diverse e crescenti fasce di erogazioni prestabilite dal soggetto richiedente in relazione a vari benefici accessori<sup>9</sup>. Giuridicamente non sembra di poter rinvenire alcun aspetto sensibilmente innovativo in tale strumento, classi-

---

1, p. 215, a parere del quale i fondi raccolti tra il pubblico degli internauti sarebbero destinati alle "attività più disparate [...] fino al finanziamento di progetti imprenditoriali con intenti di liberalità o *più realisticamente* di investimento del risparmio" (corsivo aggiunto).

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

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

ficabile senza grandi difficoltà ed in massima parte tra i contratti aventi ad oggetto beni futuri, e lo stesso vale sul piano economico, ove chi procede ad effettuare un preordine gioca un ruolo di mero consumatore senza dar vita ad un vero e proprio finanziamento.

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

Con il *lending-based crowdfunding* la raccolta dei fondi si realizza in generale *credendi causa*<sup>12</sup>, ma presenta almeno due significative sottospecie sul piano operativo: nella prima, il gestore della piattaforma su internet effettua una mera attività di mediazione<sup>13</sup> tra le richieste di finanziamento e la pla-

---

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

<sup>11</sup> Nella maggior parte delle piattaforme consultate che seguono questo modello operativo non è previsto un obbligo di restituzione della somma originariamente versata, il che - pare appena il caso di precisarlo - impedisce che si possa assimilare il contratto tra sostenitore e beneficiario ad un mutuo parziario (eventualmente di scopo). Per ulteriori considerazioni e riferimenti sulla differenza tra associazione in partecipazione e mutuo parziario, v. G. MIGNONE, *L'associazione in partecipazione*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da F.D. Busnelli, Milano, 2008, p. 78 ss.. Superate appaiono le considerazioni di M. GHIDINI, *L'associazione in partecipazione*, Milano, 1959, p. 6 ss., il quale assimilava il mutuo parziario ad un'associazione in partecipazione con esonero dell'associato dalle perdite. Non condivisibile appare, invece, l'orientamento di M. DE ACUTIS, *L'associazione in partecipazione*, Padova, 1999, p. 68 ss., 85 ss., 127 ss., 134 ss., il quale, ritenendo la partecipazione alle perdite un elemento soltanto naturale del contratto di associazione in partecipazione fa di questo contratto l'archetipo dei negozi parziari, creando però così serie difficoltà di ordine sistematico.

<sup>12</sup> In proposito, si crede di dover segnalare che E. FREGONARA, cit. (nt. 6), p. 93, afferma con una certa leggerezza che con tale tipo di *crowdfunding* "si finanziano, senza interessi, i progetti di microimprenditori non solvibili, che non riescono ad accedere ai prestiti bancari". Tale descrizione necessita di almeno due correzioni, in quanto la gratuità dei mutui non è certamente caratteristica generale (o anche solo preponderante) delle piattaforme che si occupano di *lending-based crowdfunding*, ed in secondo luogo poiché le richieste di finanziamento provengono da qualsiasi soggetto e non solo da "microimprenditori", per giunta non solvibili.

<sup>13</sup> Tale attività non è inquadrabile in quella descritta nell'art. 128-*sexies*, comma 1, TUB. Tuttavia, qualora la piattaforma operi nell'ambito del credito al consumo, sarà forse ri-

tea dei potenziali mutuanti, con la conseguenza che, una volta terminata con successo la fase di raccolta delle promesse di mutuo, i promittenti mutuanti sono messi in contatto con l'aspirante mutuatario e versano direttamente a costui le somme che hanno scelto di concedere.

Più complessa appare l'attività svolta da altri gestori che pure si inscrivono in questa ramificazione del *crowdfunding*, dal momento che in essa sono intuibili i tratti dell'intermediazione bancaria: i fondi sono, infatti, raccolti presso il pubblico e poi ridistribuiti dal gestore della piattaforma tra i vari potenziali mutuatari ritenuti meritevoli le cui richieste di mutuo siano compatibili con le proposte immesse nel sistema dai vari mutuanti<sup>14</sup>. La conclusione non cambia considerando che su certe piattaforme è prevista la sola restituzione delle somme attribuite senza la corresponsione di interessi ai finanziatori. Nel panorama mondiale non mancano, poi, architetture anche più complesse nelle quali si prevede a favore dei mutuanti l'emissione - di solito da parte di specifiche società veicolo create volta per volta dal gestore della piattaforma - di titoli qualificabili come "di debito" che incorporano le posizioni creditorie spettanti.

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

Rispetto alle altre specie di *crowdfunding*, quest'ultima negli USA è stata oggetto di un massiccio dibattito giuridico e politico<sup>15</sup>, che ha preso le

---

conducibile alla figura dell'"intermediario del credito" definito all'art. 121, comma 1, lett. h), TUB.

<sup>14</sup> In Italia si può riferire di una piattaforma che opera in maniera simile e che risulta iscritta nell'albo degli intermediari finanziari *ex art. 106 TUB*: ciò è legato al fatto che tale società non effettua direttamente la raccolta del risparmio, poiché coloro che intendono erogare prestiti sono indirizzati ad una banca presso cui sarà aperto un conto deposito. Non pare peraltro che nel nostro paese esista alcuna piattaforma appartenente alla *species* descritta nel testo, e ciò non sorprende particolarmente: nell'eventualità in cui si intendesse crearne una, dovrebbe presumibilmente richiedere l'autorizzazione all'attività bancaria alla Banca d'Italia e sottostare alla relativa vigilanza.

<sup>15</sup> Si può anzi sostenere che l'*equity-based crowdfunding*, con poche eccezioni, ha di fatto monopolizzato gli studi di natura giuridica sinora pubblicati sul tema: J.M. HEMINWAY, S.R. HOFFMAN, cit. (nt. 6), p. 879 ss., i quali però a più riprese ammettono l'eterogeneità delle fattispecie ricomprese nella capiente etichetta del *crowdfunding* (p. 881, nt. 4 e 5, p. 942 s., nt. 308, p. 951, p. 963 ss., ove per una tabella in cui si classificano vari operatori), senza tuttavia approfondirne lo studio; E. BURKETT, cit. (nt. 6), p. 79 ss., dedica comunque

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

---

alcuni cenni alle altre forme di *crowdfunding* (p. 71 ss.); A. PALMITER, *Pricing disclosure: crowdfunding's curious conundrum*, in *Oh. St. Ent. Bus. L. J.*, 2012, Vol. 7, No. 2, p. 373 ss.; C.S. BRADFORD, cit. (nt. 6), p. 42 ss.; ID., *The new federal crowdfunding exemption: promise unfulfilled*, in *Sec. Reg. L. J.*, 2012, Vol. 40, No. 3, p. 1 ss.; S.R. COHN, *The new crowdfunding registration exemption: good idea, bad execution*, in *Fla. L. Rev.*, 2012, Vol. 64, No. 5, p. 1435 ss.; A.A. SCHWARZ, cit. (nt. 6), p. 1460 ss.; T.L. HAZEN, *Crowdfunding or fraudfunding? Social networks and the securities laws – Why the specially tailored exemption must be conditioned on meaningful disclosure*, in *N.C. L. Rev.*, 2012, Vol. 90, No. 5, p. 1735 ss..

<sup>16</sup> Un elenco di altri e più generali costi transattivi che si accompagnano a qualsiasi riforma normativa si può leggere in J.M. HEMINWAY, S.R. HOFFMAN, cit. (nt. 6), p. 940 s., i quali peraltro suggeriscono una serie di possibili alternative *de lege ferenda* per minimizzarli (p. 941 ss., 955 ss.). Altri suggerimenti si possono rinvenire in T.L. HAZEN, cit. (nt. 15), p. 1753 ss., il quale insiste particolarmente sul fatto che "a viable crowdfunding exemption should include not only disclosure of the «risks, obligations, benefits, [and] history» of the offering, but also *meaningful disclosure of the nature of the business* sufficient to enable investors to evaluate the merits of the securities being offered" (e si veda anche la trattazione dei profili concernenti i margini di possibile riduzione di obblighi informativi comunque esistenti in taluni regimi semplificati per la realizzazione di offerte pubbliche da parte di *small businesses* presi a modello da quest'A.: p. 1763 ss.).

<sup>17</sup> Sul punto, si legga l'accenno riportato da T.L. HAZEN, cit. (nt. 15), p. 1754, nt. 108: "Catherine Mott, founder and CEO of BlueTree Capital Group and BlueTree Allied Angels, said equity may not be the right type of ownership for crowdfunding. Companies seeking 'follow-on funding' will have a hard time getting it from sophisticated investors".



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

Tuttavia la voce dei sostenitori dell'*equity-based crowdfunding* è stata tanto forte da giungere in maniera sorprendentemente rapida all'attenzione degli organi legislativi degli USA e ancor più sollecitamente le richieste presentate si sono trasformate in legge, il JOBS Act<sup>18</sup> del 5 aprile del 2012 e più specificamente nel suo *Title III (Crowdfunding Act)*, con cui sono state apportate varie modifiche al *Securities Act* del 1933 ed al *Securities Exchange Act* del 1934. In estrema sintesi, i contenuti della riforma si possono raccogliere intorno a quattro direttrici di intervento: 1) è prevista un'eccezione agli obblighi di registrazione presso la SEC per le offerte di *securities* inferiori ad un certo ammontare complessivo annuale (un milione di dollari)<sup>19</sup> realizzata da un *broker* o da un *funding portal* (sec. 302(a)); 2) un *funding portal* conosce un generale regime di esenzione rispetto agli obblighi di registrazione previsti per i *broker* (sec. 304) e nello svolgimento della sua attività deve presentare un'articolata serie di informazioni (tra cui anche quelle predisposte dall'emittente) agli investitori ed alla SEC, oltre ad effettuare dei penetranti controlli sull'emittente e su vari suoi esponenti per

---

<sup>18</sup> Nel solco delle riflessioni qui abbozzate si può inserire anche l'ulteriore (sarcastica) critica mossa da A. PALMITER, cit. (nt. 15), p. 374, il quale afferma che "JOBS is the Orwellian acronym for Jumpstart Our Business Startups, based on the legislation's questionable assumption that small businesses will hire new employees if the companies have greater access to securities investors".

<sup>19</sup> Vi è anche una serie di limiti massimi all'importo aggregato degli investimenti individuali nel medesimo periodo: le soglie sono differenziate in relazione al reddito o al patrimonio dell'investitore. Su questi tetti all'investimento si è già notato che, riducendo l'ammontare della ricchezza esposta al rischio, non contribuiscono comunque da soli a proteggere più efficacemente gli investitori o a rendere le relative offerte al pubblico più sicure e si sono invocate altre misure accessorie: T.L. HAZEN, cit. (nt. 15), p. 1765 ss., osserva che "although it is often said that good things come in small packages, fraud can come in small packages, too. Fraud in small packages can be just as effective and damaging to the victims, many of whom may be least able to bear the risk of even a small investment in a speculative business" e conclude: "Regardless of the amount of money to be raised, any exemption for crowdfunding should include some *affirmative disclosure requirements*"; J.M. HEMINWAY, S.R. HOFFMAN, cit. (nt. 6), p. 946.

ridurre il rischio di frodi (sec. 302(b)); 3) l'emittente deve trasmettere alla SEC, agli intermediari ed agli investitori una notevole mole di informazioni, che pur non presentando i medesimi contorni di un vero e proprio prospetto, non se ne discosta di molto; 4) le *securities* emesse sono soggette ad un divieto di circolazione (salve limitate esenzioni).

La disciplina relativa all'*equity-based crowdfunding* così introdotta sarà operativa soltanto nel prossimo anno, a seguito della chiusura della fase di consultazione intorno alla bozza di regolamento attuativo predisposta dalla SEC<sup>20</sup>, ma è già circondata da numerose e vibranti critiche<sup>21</sup> perché si prevede che invece di realizzare l'auspicata semplificazione, in realtà comporterà un aumento degli oneri regolamentari che si voleva rimuovere e si introdurranno nuovi profili di responsabilità. Per molti aspetti queste norme hanno rappresentato il modello a cui si è rivolto lo sguardo sbilenco del legislatore italiano: ad ogni modo, come se non bastasse il conclamato *overshooting* normativo statunitense, nella versione italiana sono state introdotte nuove ed inesplicabili criticità.

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

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

La crescente diffusione tra gli operatori economici dell'appello internautico disintermediato (o a bassa intensità di intermediazione<sup>22</sup>) al mi-

---

<sup>20</sup> Il documento di consultazione (quasi 600 pagine, di cui circa un centinaio dedicate alla modulistica e ad altri allegati) è attualmente disponibile sul sito <http://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9470.pdf>.

<sup>21</sup> Si confrontino i vari accenti di S. COHN, cit. (nt. 15), p. 1443 ss.; A. PALMITER, cit. (nt. 15), p. 389 ss., 401 ss.; C.S. BRADFORD, cit. (nt. 15), p. 23 ss., il quale lamenta la scadente tecnica redazionale del *JOBS Act*, la complessità ed onerosità del regime che ha disegnato, nonché svariati profili di incertezza per i *funding portals*. Diversamente, A.A. SCHWARZ, cit. (nt. 6), p. 1473 ss., mostra approvazione per il *Crowdfunding Act*.

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

cro finanziamento diffuso e la sua accentuata diversificazione derivano, da un lato, nell'inaccessibilità giuridico-economica - o comunque nella difficoltosa raggiungibilità - di altre e più convenzionali fonti di finanziamento (quali il credito bancario, il *venture capital* ed i *business angels*)<sup>23</sup>, e, dall'altro, nell'onerosità legata all'accesso al mercato dei capitali<sup>24</sup>.

Non solo, rispetto a tali fonti, il *crowdfunding*, specie nella sua applicazione ad iniziative imprenditoriali, presenta ulteriori e notevoli vantaggi, quali quello di poter saggiare preliminarmente il potenziale successo<sup>25</sup> presso il pubblico del bene o del servizio che si intende realizzare. Si risparmiano così i costi legati al ricorso agli strumenti di analisi del mercato ottenendo al contempo una convalida della bontà del progetto agevolmente spendibile in seconda battuta presso gli investitori professionali. Il contatto sulle piattaforme informatiche contribuisce, quindi, a fornire un mezzo utile a colmare almeno in parte il divario informativo che separa gli operatori economici che alimentano l'offerta dai destinatari di essa; procura altresì la possibilità di stabilire con questi ultimi relazioni di natura collaborativa prima altrimenti precluse. L'incontro virtuale con i destinatari della propria attività produttiva, peraltro, può mutare significativamente i processi decisionali e le strategie dell'imprenditore, spingendolo sovente a coinvolgerli attraverso i *social networks* o attraverso le comunità predisposte dalle stesse piattaforme di *crowdfunding*.

In altre parole, e sempre con riferimento all'ambito imprenditoriale, il *crowdfunding* può contribuire in molti modi alla creazione ed all'accrescimento di valore sia sul piano economico-finanziario, ampliando le modalità di reperimento del capitale e riducendone il costo<sup>26</sup> o abbat-

---

<sup>23</sup> Il rilievo è comune a tutti gli studi di carattere economico/aziendale sul tema ed al riguardo si rinvia agli scritti già citati nella nota 5. Esso si affaccia comunque anche nella letteratura giuridica nostrana: A. BOLLETTINARI, cit. (nt. 2), p. 12; M. PINTO, cit. (nt. 6), p. 820 (testo e nt. 14 e 15, con riferimento all'esperienza statunitense). Si vedano anche le informazioni relative al costo della quotazione negli USA e sui suoi effetti dissuasivi nei confronti delle PMI riportate da J.M. HEMINWAY, S.R. HOFFMAN, cit. (nt. 6), p. 908 ss., testo e note 144-148 per ulteriori riferimenti; A.A. SCHWARZ, cit. (nt. 6), p. 1468 ss..

<sup>24</sup> Con riguardo a quest'ultimo ambito, si vedano le considerazioni sui costi informativi e le proposte di G. FERRARINI, cit. (nt. 7), p. 203 ss., spec. 213 ss..

<sup>25</sup> O anche il suo insuccesso, consentendo così di abbandonare l'iniziativa senza consumare inutilmente in essa tempo e risorse: E. MOLLICK, cit. (nt. 6), p. 3, parla in tal caso di "fail quickly".

<sup>26</sup> In relazione alla fondamentale equazione base del valore  $W = \frac{R}{i}$  (ove "W" rappresenta

il valore del capitale economico dell'impresa, dato dal rapporto tra il reddito medio normale atteso - "R" - ed il tasso di capitalizzazione - "i" -), il *crowdfunding*, quale alternativa lo scritto in cui si è proposto il concetto della cosiddetta *enlightened value maximization* e della corrispondente *enlightened stakeholders theory* per fornire uno strumento quantitativo utile al *management* per coniugare i vari interessi prima accennati nelle proprie scelte operative: M. JENSEN, *Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function*,

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

Cercando di attingere all'essenza del finanziamento della folla, si crede di poterla individuare nel "progetto" diffuso su internet ed accompagnato dalla richiesta di finanziamento<sup>27</sup>. Spogliando, infatti, il *crowdfunding* dei mutevoli connotati strutturali legati alle finalità perseguite dalle parti dell'operazione, si può invero riscontrare che è intorno al progetto, il quale funge da elemento selettivo e condizionante, che si raccoglie l'attenzione dei contribuenti. Costoro nella grande maggioranza dei casi non sono interessati a partecipare attivamente all'organizzazione. Per lo più, infatti, essi intendono inserirsi strumentalmente nella concretizzazione del progetto presentato perché credono nella causa cui è legato o per ragioni di solidarietà (e ciò vale specialmente per iniziative politiche o filantropiche), o perché vogliono contribuire alla realizzazione di prodotti o servizi che siano sempre più rispondenti ai loro gusti ed ai loro bisogni (e ciò è quanto vale con riguardo ad iniziative imprenditoriali in generale, anche se va precisato che chi contribuisce potrebbe anche non rendersi mai un cliente dell'impresa)<sup>28</sup>. È altresì vero che nel *lending crowdfunding* l'aspettativa della remunerazione del finanziamento fa passare in secondo piano il momento progettuale rispetto alla valutazione del merito creditizio del richiedente, ma la portata e l'attendibilità di una simile considerazione si attenuano in relazione a contesti imprenditoriali; in questi ambiti sono le prospettive reddituali a condizionare l'apprezzamento, sia pur sommario, delle potenzialità del progetto, facendo premio sulle caratteristiche soggettive del richiedente<sup>29</sup>.

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

---

in *J. App. Corp. Fin.*, 2001, Vol. 14, No. 3, p. 8 ss.. Per altre informazioni e riferimenti, si veda nella letteratura italiana: L. GUATRI, *La teoria di creazione del valore. Una via Europea*, Milano, 1991, *passim*.

<sup>27</sup> Così anche E. MOLLIK, cit. (nt. 6), p. 4.

<sup>28</sup> Una simile considerazione si ritrova anche in A. BOLLETTINARI, cit. (nt. 2), p. 20, ove si legge: "ciò che più rileva per l'investitore è la partecipazione ad un progetto condiviso verso cui nutre apprezzamento" (v. pure p. 34).

<sup>29</sup> Sul punto si possono richiamare le risalenti, ma tuttora attuali, considerazioni sulla "garanzia commerciale" di G. CABRAS, *Le opposizioni dei creditori nel diritto delle società*, Milano, 1978, p. 99 ss..

contatto attorno alla realizzazione di un progetto: esso rappresenta un'illustrazione programmatica più o meno articolata dello scopo che si intende raggiungere mediante i fondi richiesti, delle modalità con cui questi saranno impiegati nell'attività prevista e della durata della campagna di raccolta<sup>30</sup>.

Il progetto, quindi, raccoglie ed ordina teleologicamente la mole dei contributi, restando assolutamente indifferente per i contribuenti la natura e gli scopi del soggetto che li richiede. Nell'ottica dei sostenitori, in breve, l'affermazione del *crowdfunding* pare legata ad una diffusa domanda di maggiore prossimità (si potrebbe dire in maniera del tutto atecnica e descrittiva "partecipazione") ad un'attività puntualmente identificata e non al soggetto che la realizza<sup>31</sup>, secondo una traiettoria, se si vuole, per certi

---

<sup>30</sup> Si utilizza un'espressione mutuata dal lessico operativo in quanto l'accostamento ad un termine del linguaggio giuridico o aziendalistico esistente risulterebbe forzato ed impreciso. Nell'ottica aziendalistica, l'assimilazione del progetto ad un più ampio e comprensivo *business plan*, infatti, pare vistosamente fuorviante, nella misura in cui il progetto, per come normalmente si verifica nella prassi, può anche contemplare solo alcuni degli aspetti tipici di un *business plan*. Benché, poi, presentino qualche affinità funzionale sotto il profilo di programmazione dell'attività, sul piano giuridico il progetto non può essere assimilato ad un *oggetto sociale*, non soltanto perché l'oggetto sociale è concetto tipico delle organizzazioni collettive a rilievo reale, ma soprattutto per la possibile e fisiologica vaghezza che permea quest'ultimo, oltre alla ormai debolissima vincolatività di esso per i gestori dell'impresa sociale. Senza contare che l'attività descritta nel progetto potrebbe ben porsi ai margini (o al di fuori) della sfera dell'imprenditorialità ed in tal senso potrebbe forse essere di qualche utilità cognitiva ricorrere al più neutrale concetto di "affare", frequente - eppure indefinito - nel lessico civilistico. Al riguardo, per una diffusa riflessione sistematica, si veda M. DE ACUTIS, cit. (nt. 11), p. 141 ss., il quale evidenzia la polisemia della nozione di affare e la sua peculiarità, se considerata in seno al contratto analizzato, sostenendo che in tale ambito "non può che descrivere una vicenda naturalmente in grado di produrre utili", anche se non necessariamente imprenditoriale (p. 158 ss.). Sulla stessa scia, anche se di carattere più settoriale è, invece, l'analisi di G. MIGNONE, cit. (nt. 11), p. 20 s., 65 ss., 68 ss.. Meno utili sono le ricerche condotte intorno all'individuazione della nozione di "specifico affare" all'interno dell'istituto dei patrimoni destinati di cui agli artt. 2447-bis ss. c.c., in quanto i confini più o meno ampi che si vogliono tracciare sono pur sempre condizionati dall'impianto concettuale e dal programma di attività dell'oggetto sociale e quindi risentono necessariamente della logica imprenditoriale (o anche professionale: art. 10, commi 3 - 9, l. 183/2011) cui è vincolato il patrimonio nella sua interezza. Proprio in quest'ultimo ambito disciplinare, però, può forse ricavarsi qualche suggestione dall'art. 2447-ter, comma 1, lett. c), c.c., ove si prescrive la definizione di un "piano economico-finanziario" da cui risultino, tra l'altro, le modalità e le regole relative all'impiego delle risorse destinate ed il risultato che si intende perseguire, e nell'art. 2447-decies, comma 2, lett. a), c.c., in cui, analogamente si richiede di descrivere l'operazione in cui sarà utilizzato il finanziamento, "le modalità ed i tempi di realizzazione; i costi previsti ed i ricavi attesi".

<sup>31</sup> La "partecipazione" - stavolta intesa in senso tecnico - al soggetto (generalmente societario) è pur sempre un complesso di situazioni giuridiche strumentali e non finali rispetto alla produzione dell'attività e perciò, anziché approssimare il *crowdfunder* ad essa, lo "allontana".

aspetti, inversa a quella seguita, in epoca medievale, dall'evoluzione che portò dalla commenda alla società in accomandita<sup>32</sup>.

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

Quanto appena detto risulta confermato da dati statistici, in base ai quali risulta che le forme di *crowdfunding* predominanti sono quelle *donation-based* e *reward-based*, le quali nel 2012 hanno complessivamente raggiunto l'importo di quasi 1,4 miliardi di dollari raccolti nel mondo (senza considerare il modello *lending-based*, che da solo ha superato 1,1 miliardi di dollari)<sup>33</sup>. A questi si possono affiancare indagini empiriche nelle quali si è cercato di scandagliare le motivazioni dei sovvenzionatori<sup>34</sup>, ricavando che, pur nella diversità degli intenti associati alle diverse specie di raccolta, vi sono alcuni tratti comuni, legati specialmente al senso di immediato coinvolgimento nell'attuazione del progetto, che solo attraverso il ricorso alle potenzialità del mezzo informatico è possibile trasmettere<sup>35</sup>.

Viceversa, l'*equity-based crowdfunding* rappresenta quantitativamente il fanalino di coda di questa nuova realtà, con soli 115,7 milioni di dollari raccolti nel 2012 ed un tasso di crescita inferiore alle altre varianti. Si è convinti che ciò non sia unicamente dovuto agli ostacoli legali ed ai costi che caratterizzano l'offerta al pubblico di prodotti finanziari, ma anche alla circostanza che l'*equity-based crowdfunding* possa essere un *fenomeno eccentrico* rispetto al genere di bisogno manifestato dal pubblico, come prima descritto. A riprova di quanto si afferma, si può riferire il paragone tra i dati statistici relativi alle dimensioni medie delle campagne di *crowdfunding* in base alla tipologia: se quelle *donation-based*, *reward-based* e *lending-*

---

<sup>32</sup> Fermo restando che il cenno nel testo non si riferisce in alcun modo ai diversi ordini di ragioni che hanno influenzato tale vicenda, sulla quale, per ampi ragguagli, si veda U. SANTARELLI, *Mercanti e società tra mercanti*<sup>3</sup>, Torino, 1998, p. 143 ss., 151 ss..

<sup>33</sup> I dati sono ricavati da MASSOLUTION, cit. (nt. ), p. 25 s., ove si rinviene anche la sottolineatura della massiccia crescita rispetto al 2011 relativi ai modelli di *crowdfunding* menzionati nel testo (523% per il *reward-based*, 111% per il *lending-based* e 45% per il *donation-based*).

<sup>34</sup> Cfr. A. ORDANINI, L. MICELI, M. PIZZETTI, A. PARASURAMAN, cit. (nt. 22), p. 21 ss.; E. GERBER, J. HUI, cit. (nt. 5), p. 8 ss., 14 ss..

<sup>35</sup> Naturalmente, diversamente declinati a seconda che vi sia anche una partecipazione ai risultati economici, come riportato da A. ORDANINI, L. MICELI, M. PIZZETTI, A. PARASURAMAN, *op. loc. ult. cit.*.

*based* si caratterizzano per importi inferiori ai cinquemila dollari<sup>36</sup>, le raccolte di capitali di rischio effettuate con l'*equity-based crowdfunding* si presentano invece assai più cospicue, raggiungendo i 190.000 dollari. Si può opinare che la comparazione non sia omogenea, in quanto le prime tre varietà di *crowdfunding* non sono necessariamente associate al successivo svolgimento di un'attività d'impresa, mentre l'ultima lo è ontologicamente, ma anche così il dato si presenta comunque significativo.

In particolare, la diversa magnitudine così evidenziata suggerisce che vi siano logiche ed obiettivi (nonché margini di profitto) differenti nell'*equity-based crowdfunding* rispetto agli altri generi di raccolta, logiche ed obiettivi probabilmente più affini a quelle che attualmente muovono i *venture capitalists* o i *business angels*. Ed in effetti, se si concorda con il rilievo che il *crowdfunding* colma uno spazio prima lasciato vuoto da costoro<sup>37</sup>, sembra che l'*equity-based crowdfunding* in larga parte rappresenti il tentativo di tali operatori di occuparlo, almeno parzialmente, attraverso un meccanismo di parcellizzazione dei finanziamenti e di frazionamento del rischio, il cui funzionamento è reso possibile grazie ad un'intensa attività di lobby volta ad ottenere una semplificazione del quadro regolamentare<sup>38</sup>.

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

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

Per una curiosa forma di contrappasso, l'incipit degli enunciati normativi a carattere promozionale degli ultimi anni trabocca sempre più

---

<sup>36</sup> Secondo il già citato rapporto di Massolution, gli ordini di grandezza sono: 1) *donation-based* con \$ 1.400; 2) *reward-based* con \$ 2.300; 3) misto *reward/donation-based* con \$ 2.300; 4) *lending-based* con \$ 4.700.

<sup>37</sup> Questo aspetto è specialmente indagato da A. SCHWIENBACHER, B. LARRALDE, cit. (nt. 4), p. 375 ss..

<sup>38</sup> L'informazione al riguardo, peraltro, è trasmessa dagli stessi lobbisti, come si può leggere sul profilo personale di Jason Best, co-fondatore di un'importante società di consulenza specializzata: "As co-founder and principal of Crowdfund Capital Advisors (CCA), Jason Best co-authored the crowdfund investing framework used in the JOBS Act to legalize equity and debt based crowdfunding in the USA. He has provided congressional testimony on crowdfunding and was honored to attend the White House ceremony when President Obama signed the JOBS Act into law on April 5, 2012. Jason co-founded the crowdfunding industry trade group that works with the Securities and Exchange Commission and FINRA as they create the rules for crowdfund investing".

di altisonanti elencazioni di obiettivi, volte forse a coprire con la loro retorica la pochezza delle misure destinate a darvi effetto, ed il nostro caso non si esime. L'art. 25, comma 1, del d.l. 179/2012 proclama infatti che "le presenti disposizioni sono dirette a favorire la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico, la nuova imprenditorialità e l'occupazione, in particolare giovanile, con riguardo alle imprese *start-up* innovative [...]. Le disposizioni della presente sezione intendono contestualmente contribuire allo sviluppo di nuova cultura imprenditoriale, alla creazione di un contesto maggiormente favorevole all'innovazione, così come a promuovere maggiore mobilità sociale e ad attrarre in Italia talenti, imprese innovative e capitali dall'estero".

Di fronte al corpo di regole che si dipana di seguito ed a quelle scaturite dal solerte intervento della CONSOB, però, nella mente dell'interprete le finalità quasi subito assumono la più dimessa veste di auspici, ben presto sepolti sotto una coltre di indici contraddittori<sup>39</sup>. Sicuramente, la semplificazione dell'accesso ai mercati finanziari poteva rappresentare uno strumento per il raggiungimento degli obiettivi prefissati, ma il legislatore - barcollando - si è mosso in tutt'altra direzione<sup>40</sup>.

Il congegno della *start-up* innovativa (art. 25, comma 2, d.l. cit.), in primo luogo, quale unica destinataria delle raccolte realizzate mediante *equity-based crowdfunding*, ha fin da subito attratto le censure di tutti i commentatori<sup>41</sup>: già dal superficiale confronto con l'omologa disciplina americana,

---

<sup>39</sup> Al riguardo non può che manifestarsi piena sintonia con il pensiero di G. MARASÀ, *Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative prima e dopo la L. n. 99/2013 di conversione del D.L. n. 76/2013*, in *Soc.*, 2013, p. 1095, ove considera che "un dato sembra accomunare s.r.l. semplificate, s.r.l. a capitale ridotto e start up ed è che si tratta di figure effimere; infatti, s.r.l.s, s.r.l.c.r. e start-up innovative tutte si collocano in quel profluvio di leggi emergenziali che, con interventi tanto suggestivi nelle etichette quanto, spesso, limitati negli effetti, sta sconvolgendo l'Italia". Cui *adde* le considerazioni di C. IBBA, *Liberalizzazioni, efficienza del sistema e qualità della produzione legislativa*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 244 ss. e degli altri A. da lui citati.

<sup>40</sup> Circa i recenti schizofrenici interventi sulla disciplina delle s.r.l. anche M.S. SPOLIDORO, *Una società a responsabilità limitata da tre soldi (o da un euro)?*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 1088, ha espresso un giudizio ampiamente condivisibile e riproponibile senza variazioni nella nostra materia: "Per semplificare una disciplina giuridica in modo efficace occorre comunque avere le idee ben definite su obiettivi e mezzi necessari. Insomma, chi intende semplificare deve avere a sua volta idee semplici, univoche e chiare; invece, chi vorrebbe semplificare, ma nel farlo insegue obiettivi molteplici, equivoci ed oscuri, fallisce l'obiettivo e complica dove vorrebbe fare il contrario".

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

<sup>41</sup> V. G. FERRARINI, cit. (nt. 7), p. 217; E. FREGONARA, cit. (nt. 6), p. 95; M. PINTO, cit. (nt. 6), p. 821 s..



spicca evidente questo vincolo. E così, ciò che nella mente del legislatore<sup>42</sup> doveva essere l'elemento trainante del nuovo sviluppo economico costruito intorno ad attività ad alto tasso di innovazione tecnologica, si tramuta inavvertitamente in una barriera.

La razionalità della sua introduzione sfugge per più ragioni: per un verso, non si capisce perché solo queste società possano attingere a questa forma di finanziamento e non sia invece indiscriminatamente accessibile; per l'altro, non si può che ripetere un'osservazione (tratta dal buon senso, prima ancora che dalle scienze aziendalistiche) sulla rischiosità di gran lunga più elevata delle imprese in fase di avviamento, rischiosità per giunta amplificata dall'esigenza che le *start-up* operino in un ambito caratterizzato da un'intrinseca ed elevata incertezza sullo stesso raggiungimento dei risultati attesi<sup>43</sup>.

A tale fattore di rischio connaturato all'ambito di operatività di queste società se ne accompagna inevitabilmente un altro, inerente alla regolamentazione che ne descrive le caratteristiche e ne limita contenutisticamente l'oggetto sociale: anche dopo l'opportuna rimozione dell'obbligo che la maggioranza delle partecipazioni fosse detenuta da persone fisiche (art. 25, comma 2, lett. a), d.l. cit.), la distanza che separa il legislatore dall'interpretazione dei più basilari concetti propri del diritto commerciale e dalla realtà imprenditoriale non si è attenuata.

Infatti, tutti i parametri individuati per delimitare i confini della qualifica di *start-up* innovativa<sup>44</sup> mostrano i segni di una desolante sprovvedutezza

---

<sup>42</sup> *Rectius*, nella pericolosa ingenuità del dettato del già citato rapporto "Restart, Italia!", cit. (nt. 2), p. 25 ss..

<sup>43</sup> La stessa CONSOB, nella sua analisi d'impatto del reg. equity c.f. (*Relazione sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione (AIR) e sugli esiti della procedura di consultazione*, 2013, p. 3, consultabile sul sito <http://www.consob.it>) ammette: "Il **problema** che la norma primaria vuole affrontare è costituito dalla **scarsità di canali per la raccolta di fondi** da parte di **soggetti imprenditoriali di nuova costituzione caratterizzati da uno specifico profilo rischio/rendimento**, che incorpora un alto tasso di mortalità ma anche la possibilità di ritorni elevati in caso di successo di iniziative basate su prodotti e tecnologie innovativi. Gli **intermediari tradizionali** non sono incentivati ad indirizzare il risparmio verso forme così rischiose di investimento: il «circuito indiretto» presuppone una *trasformazione del rischio* che può rivelarsi sproporzionata nel caso in cui si intendesse «trasformare» depositi in azioni rischiose. Gli intermediari tradizionali, infatti, hanno la necessità, resa ancor più stringente dalla crisi finanziaria, di contenere il grado di rischio delle attività rispetto a quello delle passività e, a tal fine, sono portate a ridurre le disponibilità di fondi per imprese ad elevato rischio come le *start-up* innovative".

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

<sup>44</sup> Giustamente ritenuta da P. SPADA, M. MALTONI, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, 2013, p. 4 ss., disponibile sul sito <http://www.cavererespondere.it>, una "immunità condizionata e temporanea dal diritto

e si fatica a comprendere come l'innovatività possa essere alternativamente garantita da un certo rapporto tra spese in ricerca e sviluppo rispetto al costo o al valore della produzione (maggiore o uguale al 15%)<sup>45</sup>, o dalla presenza di un certo numero di dipendenti o collaboratori che siano dottori di ricerca, dottorandi o laureati<sup>46</sup>, oppure dalla titolarità (o dalla licenza) delle privative industriali e dei diritti di cui all'art. 25, comma 2, lett. h), n. 3, d.l. cit.)<sup>47</sup>.

L'illusoria pretesa ordinatrice di un legislatore dilettante è poi tradita dal precetto per cui la *start-up* innovativa "ha quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico" (art. 25, comma 2, lett. f), n. 3, d.l. cit.). Se si accosta questa disposizione ad altre che nel nostro ordinamento sanciscono l'obbligo di prevedere nello statuto l'esercizio esclusivo (o prevalente) di questa o quella attività, se ne può cogliere tutta la pretenziosa vacuità. Al di là di ciò, resta il fatto che la prevalenza non è definita ricorrendo ad indici quantitativi e quindi potrebbe tradursi in una mera priorità "gerarchica" tra le attività programmate<sup>48</sup> e, in ogni caso, si è

---

comune della società a responsabilità limitata" (p. 7). Così anche G. MARASÀ, cit. (nt. ), p. 1094 s., secondo cui "i requisiti che identificano la *start up* innovativa non rilevano sul piano della legittimità della costituzione ma solo come presupposti per accedere ad una disciplina di favore, la logica a cui il legislatore si rifà sembra essere quella comune ad altre esperienze normative in materia di contratti associativi come quella del D.Lgs. n. 460/1997 sulle ONLUS e del D.Lgs. n. 155/2006 sulle imprese sociali".

<sup>45</sup> Che, a tacer d'altro, rappresenta una proporzione costantemente variabile per fattori anche non imputabili alla società, o comunque da essa facilmente manipolabile.

<sup>46</sup> Ed al riguardo basta evocare l'espandersi della realtà della sottoccupazione nell'attuale stagione di crisi economica: anche un *call center* che effettua particolari ricerche demoscopiche avvalendosi di un software specifico potrebbe astrattamente aspirare allo status di *start-up* innovativa.

<sup>47</sup> *In primis*, la natura della diretta afferenza all'oggetto sociale ed all'attività d'impresa di tali diritti esclusivi richiesta dalla norma citata sarebbe tutta da valutare, anche in funzione delle possibili evoluzioni dell'iniziativa economica e del contesto in cui si inserisce; nel caso in cui tale legame (strumentale, teleologico?) venisse poi meno, poi mancherebbe. Secondariamente, solo in virtù di una prodigiosa consacrazione legislativa si può considerare "innovativa" una società che, ad esempio, ottenga una licenza per la produzione di un nuovo modello di cellulare. Infine, rimane oscura la valutazione assiologica - se pure ve n'è stata una - che ha portato all'omissione nell'elenco dei disegni e dei modelli di cui agli artt. 31 ss. c.p.i., nonostante l'indiscussa notorietà mondiale del disegno industriale italiano e gli stimoli che esso ha recato all'avanzamento tecnologico.

Per tutto quanto sin qui esposto non sembra di poter condividere l'apprezzamento di E. FREGONARA, cit. (nt. 6), p. 40.

<sup>48</sup> Sul punto non pare supportata da un aggancio sistematico sufficientemente saldo la pur suggestiva illazione di M. MALTONI, P. SPADA, cit. (nt. 44), p. 4, che si richiamano al concetto di prevalenza introdotto nell'ambito della disciplina codicistica delle cooperative (artt. 2512 ss. c.c.). Invero, in quella sede il rispetto della condizione di prevalenza può anche non tradursi in alcun intervento formale sui contenuti dell'oggetto sociale, ma funge da vincolo nella concreta operatività della società (e v. art. 2513 c.c.). Inoltre, nelle coo-

già avuto modo di sottolineare che l'oggetto sociale ormai costituisce un ostacolo assai blando rispetto alla discrezionalità degli amministratori<sup>49</sup>.

Un frenetico inseguimento del "nuovo è bello", ha poi portato all'esclusione dalla cerchia delle *start-up* innovative delle società costituite mediante "fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda" (art. 25, comma 2, lett. g), d.l. cit.). Si può facilmente immaginare che questo solco sia stato tracciato per non consentire ad operatori economici già esistenti di trarre vantaggio dal poliedrico regime di privilegio temporaneamente accessibile per queste iniziative eludendo i requisiti prestabiliti.

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

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

Non si nutre pertanto neanche particolare fiducia sul fatto che questa forma di *crowdfunding* possa rappresentare un rimedio alla diffusa e cronica sottocapitalizzazione nostrana<sup>50</sup>, peraltro fomentata dalla previsione di s.r.l. *start-up* innovative con capitale anche di un solo euro<sup>51</sup>. Quale valida motivazione potrebbe infatti indurre una folla di investitori a conferire somme anche modeste in una iniziativa nella quale gli stessi fondatori hanno inteso di rischiare soltanto un obolo...neanche si trattasse del leggendario *cent* di zio Paperone!

---

perative il rapporto di prevalenza non si stabilisce tra diverse attività da esse svolte, bensì in virtù della prevalente partecipazione allo scambio mutualistico dei soci rispetto ai terzi.

<sup>49</sup> V. *supra*, sub nt. 30.

<sup>50</sup> Anche tale apodittica convinzione è espressa nella relazione d'accompagnamento al d.l. cit. ed è acriticamente riproposta da E. FREGONARA, cit. (nt. 6), p. 84 s..

<sup>51</sup> Si crede che la costituzione di una s.r.l.s. *start-up* innovativa sia un evento abbastanza remoto, poiché è possibile accedere a benefici fiscali maggiori attraverso l'ottenimento della sola qualifica di *start-up* innovativa senza neanche dover adottare lo scadente atto costitutivo standard predisposto con il d.m. 138/2012. L'alternativa agevolmente praticabile è comunque rappresentata dall'impiego della s.r.l. "tradizionale" con capitale fino ad 1 € (art. 2463, comma 4, c.c.).

Così incrementata la naturale rischiosità dell'investimento, la legge si è spinta oltre deprimendone anche la prospettiva di remunerazione, come risulta dal divieto quadriennale di distribuzione degli utili (art. 25, comma 2, lett. g), d.l. cit.). Al riguardo, si dubita della bontà di una scelta paternalistica che, calandosi su una miriade di scenari differenti, fissa un identico ciclo di autofinanziamento "coattivo", anche in presenza del raggiungimento di obiettivi o del verificarsi di situazioni esterne che potrebbero tranquillamente consentire la ripartizione dei risultati positivi dell'attività.

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

Implicitamente identificando nella s.r.l. il veicolo d'elezione per lo svolgimento di attività ad elevato tenore d'innovazione, il decreto in parola ne fa oggetto di un nutrito complesso di norme di privilegio; esse, per quanto qui interessa, ampliano gli strumenti di raccolta dei capitali delle s.r.l. attraverso: 1) la facoltà di creare e determinare liberamente il contenuto di varie "categorie di quote" fornite di diritti diversi, prive di diritto di voto, a voto diversamente "carato", o a voto limitato/condizionato (art. 26, commi 2 e 3, d.l. cit.)<sup>52</sup>; 2) la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi sulla falsariga di quanto previsto dall'art. 2346, ult. comma, c.c.<sup>53</sup> (art. 26, comma 7, d.l. cit.).

In generale, si assiste ad una pedissequa trasposizione delle regole sui mezzi di reperimento della provvista finanziaria (e non solo) della s.p.a. nella s.r.l., con in più la possibilità che tale ibridazione possa irreversibilmente consolidarsi trascorso il termine di durata della qualifica di *start-up* innovativa (art. 31, comma 4, c.c.).

Di questa panopia di strumenti si può pronosticare che difficilmente una piccola s.r.l. in fase di crescita farà uso, anche per non andare incontro alla conseguente complicazione del governo societario e dei rapporti tra una compagine di partecipanti caratterizzata da posizioni troppo eterogenee<sup>54</sup>.

---

<sup>52</sup> Per una rassegna di interrogativi sui limiti all'autonomia statutaria in quest'ambito, v. M. MALTONI, P. SPADA, cit. (nt. 44), p. 7 ss.; E. FREGONARA, cit. (nt. 6), p. 76 ss..

<sup>53</sup> Per un'evidente difetto di coordinamento nell'art. 26, comma 7, d.l. 179/2012 questa facoltà di emissione è riferita a *tutte* le società che possono assumere la veste di *start-up* innovativa (s.p.a., s.r.l., s.a.p.a., società cooperative e SE) ed anche a tutti gli incubatori certificati (art. 25, comma 5, d.l.), mentre gli strumenti finanziari emessi non possono incorporare i diritti amministrativi che consentano la partecipazione alle *sole* decisioni dei soci ai sensi degli articoli 2479 e 2479-bis c.c..

<sup>54</sup> Si rinvia ai rilievi svolti *supra*, *sub* par. 2, nt. 17 e testo corrispondente. Molteplici critiche sono state trasmesse alla CONSOB dai soggetti che hanno partecipato al procedimento di elaborazione del reg. equity c.f. e per una sintesi, v. CONSOB, *Regolamento in materia di "raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line"* - *Esiti della consultazione*, 2013, p. 4, 49 s., leggibile sul sito <http://www.consob.it>.

Peraltro, il sistema normativo della s.r.l. non offre neppure una chiara e rigida strutturazione organica della società stessa, rinvenibile invece nelle s.p.a., e ciò aggrava ancora di più le tensioni interne cui si può andare incontro nel fare appello alla folla. Anche il pietoso tentativo di riesumare gli strumenti finanziari partecipativi - che fin dal 2003 si sono limitati ad osservare la realtà delle società dalle fittissime pagine che la dottrina ha loro dedicato - non pare destinato a miglior sorte, considerato, oltretutto, che solo le *quote* di s.r.l. “possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali” (art. 26, comma 5, d.l. cit.)<sup>55</sup>.

La sensazione è che sul piano della logica e della coerenza sistematica si sia consumato un completo capovolgimento. Basta soffermarsi a considerare che in virtù dell’angusto spiraglio aperto a favore dell’appello al mercato dei capitali (di credito) con l’art. 2483 c.c., alle s.r.l. ordinarie è consentita soltanto l’emissione di titoli di debito, la cui sottoscrizione è riservata ad “investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale”, i quali dovrebbero poi garantire la solvenza dell’emittente presso gli acquirenti non professionali (secondo un meccanismo la cui operatività è risultata assai problematica a tutti gli interpreti). Nelle s.r.l. *start-up* innovative, invece, vi è un’ampia libertà di emissione di titoli partecipativi, eppure la platea dei risparmiatori può essere sollecitata attraverso i “portali” soltanto a sottoscrivere quote di partecipazione alla società<sup>56</sup>.

Gli stessi soggetti che nel codice civile sono stati circondati di ampie cautele nei confronti di titoli (di norma) incorporanti un obbligo di restituzione del finanziamento, nel d.l. 179/2012 sono considerati alla stregua di esperti investitori, ma solo per la partecipazione al capitale delle s.r.l., per defi-

---

Un cenno al riguardo della possibile applicazione del meccanismo delle assemblee speciali si può leggere in E. FREGONARA, cit. (nt. 6), p. 75 s., la quale ripropone un’intuizione già presente in M. MALTONI, P. SPADA, cit. (nt. 44), p. 9, 11.

<sup>55</sup> Quindi a tali strumenti, se mai saranno usati, è riservata una funzione di raccolta di risorse attraverso trattative individuali tra i soci esistenti e, più in generale, presso altri soggetti già in contatto con la società. Alternativamente, come attestato anche dalla relazione d’accompagnamento al decreto, potranno essere usati per integrare particolari forme di *remunerazione accessoria* di amministratori, dipendenti o collaboratori continuativi (art. 27 d.l. cit.), similmente a quanto già previsto dall’art. 2349 c.c.. Per effetto della previsione del menzionato art. 27, nelle cooperative *start-up* innovative si presenta poi un inedito problema di ricostruzione del raccordo tra la legge speciale ed i già oscuri confini della fattispecie degli strumenti finanziari in quelle società, che richiederà di adattare interpretativamente l’art. 2545-*quinquies* c.c. al genere di emissioni “remunerative” contemplate nel d.l. cit..

Alla luce di tutto ciò si può adombrare il sospetto che, rapidamente evaporato l’entusiasmo iniziale, anche il legislatore guardi ormai con una certa dose di scetticismo e sospetto agli strumenti finanziari partecipativi, ritagliando per essi solo ruoli di “nicchia”.

<sup>56</sup> Così anche E. FREGONARA, cit. (nt. 6), p. 83 s..

nizione esposta al rischio - per giunta elevato - dell'attività d'impresa. Di fronte al lunatico atteggiamento paternalista del legislatore, resta così inspiegabilmente preclusa ogni altra possibile forma di (micro-)investimento mediante portali informatici.

Valutando, infine, il complesso sforzo di "finanziarizzazione" della s.r.l. compiuto dalle norme esaminate in rapporto al modesto risultato raggiunto con l'art. 26, comma 5, d.l. cit., viene spontaneo interrogarsi se non sarebbe stato preferibile limitarsi ad intervenire sulla disciplina del capitale legale minimo della s.p.a. introducendo soglie più basse<sup>57</sup>, senza stravolgere l'assetto della s.r.l..

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

Questa opzione, presentata come un beneficio per tali società, oltre a fare ricadere sugli investitori i costi transattivi associati ad una normativa ancora in fase di turbolento assestamento e dedicata alla risoluzione di problematiche affatto differenti, è altresì suscettibile di produrre un effetto perverso, stante la natura volontaria delle procedure di composizione. La possibile conseguenza consiste nel fatto che anche in caso di conclamata insolvenza delle *start-up* innovativa, nessun loro creditore potrà provocarne il fallimento fino alla scadenza del regime privilegiato e da ciò potrebbe scaturire un'ulteriore limitazione nell'accesso ad altri canali di finanziamento.

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

Anche su questo versante la distanza tra scopi e mezzi è abissale e la divaricazione inizia già nello stesso d.l. 179/2012, nel quale si opera la scelta di istituzionalizzare questi soggetti aggiungendo all'elenco dei servizi e delle attività di investimento già esistenti un nuovo genere di attività loro riservata consistente nella gestione di "una piattaforma online che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da par-

---

<sup>57</sup> È appena il caso di precisare che quest'osservazione non implica in nessun modo accettazione della demagogica battaglia contro il capitale sociale e le sue soglie legali minime nella quale il legislatore si è impegnato da qualche anno.

te delle *start-up innovative*" (art. 1, comma 5-*novies*, TUF, introdotto dall'art. 30, comma 1, d.l. cit.).

Per le imprese di investimento e le banche già autorizzate ai relativi servizi di investimento il conseguimento dello status di portale e la possibilità di esercizio della specifica attività sono assoggettati ad un mero obbligo di preventiva comunicazione ed (agevolata) annotazione nella sezione speciale di un registro tenuto dalla CONSOB (art. 50-*quinquies*, comma 2, TUF e artt. 4, comma 2, 5, comma 2, reg. equity c.f.). Viceversa, per qualsiasi altro soggetto che voglia dar vita ad un portale è necessario sottoporsi all'ordinario - e più complesso - procedimento di iscrizione nella sezione ordinaria del medesimo registro (art. 50-*quinquies*, commi 2 e 3, TUF e artt. 7 ss., reg. equity c.f.)<sup>58</sup>.

Fissata questa prima barriera all'ingresso, i portali "puri" sono stati penalizzati anche nello svolgimento dell'attività, perché è stata loro inibita la detenzione di somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi (art. 50-*quinquies*, comma 4, TUF). Cosicché la loro funzione, salvo lo svolgimento di attività accessorie (che potrebbero però dar luogo a conflitti d'interessi), si ridurrà a quella di mere "vetrine" per aumentare la conoscibilità delle offerte e di collettori degli ordini degli investitori<sup>59</sup>.

Questi ordini saranno *sempre* trasmessi ad una banca o ad un'impresa di investimento che ne curi l'esecuzione (art. 17, comma 2, reg. equity c.f.). Come visto, resta peraltro fermo che tali operatori possano anche gestire direttamente il portale, così seguendo l'intero processo di raccolta.

La CONSOB, nel dare corpo alla delega semplificatrice affidatale dal legislatore, ha previsto un regime agevolato per banche ed imprese di investimento. Qualsiasi ruolo esse svolgano nell'ambito del *crowdfunding*<sup>60</sup>, esse sono infatti esentate dalle "disposizioni applicabili contenute nella Parte II del Testo Unico e nella relativa disciplina di attuazione" a condizione che: a) "gli ordini siano impartiti da investitori-*persone fisiche* e il relativo controvalore sia inferiore a *cinquecento euro* per singolo ordine e a *mille euro*

---

<sup>58</sup> La CONSOB, prevedendo nel proprio regolamento molteplici obblighi informativi e svariati requisiti indispensabili all'ammissibilità della domanda d'iscrizione, non ha fatto altro che riadattare al caso specifico dei portali la disciplina autorizzativa predisposta per altri intermediari, secondo un vistoso fenomeno di *path dependance* che aveva già colpito anche il legislatore primario. Si tratta di un procedimento che ha poco di snello e semplice, contrariamente a quanto auspicato dal rapporto "Restart, Italia!", cit. (nt. 2), p. 78.

<sup>59</sup> Scarso significato riveste allora il regime privilegiato loro riservato (art. 50-*quinquies*, comma 2, secondo periodo, TUF) e consistente nell'esenzione dall'applicazione delle norme concernenti la prestazione di servizi di investimento (artt. 21 - 25-*bis* TUF) e la promozione e collocamento a distanza di servizi e attività di investimento e strumenti finanziari (art. 32 TUF).

<sup>60</sup> Sia che rispetto alla raccolta si pongano quali mere esecutrici di ordini, sia che esse stessi gestiscano il portale, banche ed imprese di investimento saranno esentate (art. 17, comma 4, reg. equity c.f.).

considerando gli ordini complessivi annuali”; b) gli ordini siano impartiti da investitori-*persone giuridiche* e il relativo controvalore sia inferiore a *cinquemila euro* per singolo ordine e a *diecimila euro* considerando gli ordini complessivi annuali”<sup>61</sup> (art. 17, comma 4, reg. equity c.f.).

Cosicché, superate le modestissime soglie che permettono di attivare la disciplina di favore, la semplificazione ed il risparmio che il *crowdfunding* avrebbe dovuto teoricamente garantire all’aspirante investitore *retail* si volatilizzano, poiché per dare seguito ai suoi ordini, sarà chiamato a stipulare (presumibilmente a proprie spese) un ordinario contratto per l’erogazione dei relativi servizi di investimento con piena applicazione di tutta la disciplina di derivazione MiFID, nonché di quelle volte a contrastare il fenomeno del riciclaggio dei proventi di attività criminose<sup>62</sup>.

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

Anche al di sotto di questi importi, comunque, il risparmiatore è destinatario in più fasi di un massiccio e composito flusso informativo da parte del gestore del portale (v. artt. 13, comma 2, 3 e 4, 14, 15 e 16 reg. equity c.f.). In particolare, più e più volte gli si ricorda la rischiosità dell’investimento che sta per realizzare (art. 13, comma 3, reg. equity c.f., nonché l’avvertenza recata dall’informativa sull’emittente e riprodotta nell’all. 3 di tale regolamento) e gli si richiede di rispondere “positivamente ad un questionario comprovante la piena comprensione delle caratteristiche essenziali e dei rischi principali connessi all’investimento in *start-up* innovative per il tramite di portali”, nonché di dichiarare “di essere in grado di sostenere economicamente l’eventuale intera perdita dell’investimento [...]” (art. 15, comma 2, reg. equity c.f.).

---

<sup>61</sup> La debolissima misura adottata per contrastare elusioni di tale soglia consiste nella presentazione di un’attestazione da parte dell’investitore (art. 17, comma 5, reg. equity c.f.). Non vi è tuttavia chi non possa accorgersi dell’ampiezza della falla che così si apre, da un lato, nel ridondante e formale sistema di protezione disegnato per contenere il rischio cui possono esporsi gli investitori non professionali e, dall’altro, nella possibilità che il *crowdfunding* possa essere agevolmente sfruttato per realizzare operazioni di riciclaggio. Se l’investitore realizza una serie di numerose, piccole sottoscrizioni presso vari portali, attestando ogni volta di non avere superato il tetto annuale predisposto dal legislatore, potrà sottrarsi alla disciplina antiriciclaggio. Per alcune notazioni sull’identico problema in relazione agli *investment caps* presenti nel *JOBS Act*, v. C.S. BRADFORD, cit. (nt. 15), p. 9.

Si ricorda, inoltre, che per non essere assoggettata alle disposizioni contenute nel capo I del titolo II della parte IV del TUF (ed alle corrispondenti norme di attuazione) la *start-up* innovativa non può realizzare emissioni per valori complessivamente superiori al (generoso) limite € 5.000.000 ogni dodici mesi (art. 34-ter, comma 1, lett. c), reg. emittenti).

<sup>62</sup> Delle osservazioni collimanti si possono leggere anche in E. FREGONARA, cit. (nt. 6), p. 96 ss..



Merita quindi d'essere illustrato il risultato paradossale che si genera qualora l'ottuso e remissivo risparmiatore immaginato dal legislatore volesse effettuare un investimento appena superiore alle soglie dell'art. 17, comma 4, reg. equity c.f.. Costui, infatti, una volta esaurita la trafila sulla piattaforma informatica, deve affrontare l'approccio fisico con la modulistica MiFID ed antiriciclaggio, subendo così un percorso potenzialmente più aggravato, lungo e complesso di chi, a parità di rischio, intendesse investire somme assai più ingenti.

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

- 1) poiché l'art. 14, comma 2, lett. b), reg. equity c.f. demanda al gestore di informare l'investitore non professionale circa "le attività svolte, ivi incluse le modalità di *selezione delle offerte* o l'eventuale affidamento di tale attività a terzi", si profila una possibile fonte di responsabilità per il gestore che abbia scelto di diffondere questi dati; infatti, ove non rispetti gli stessi criteri che si è imposto nell'individuare e pubblicare le offerte, il gestore dovrà risarcire i danni (contrattuali) arrecati agli investitori che si sono basati sulle informazioni ricevute. Questo rischio potrebbe ingenerare una ripercussione certamente non voluta dal legislatore, ossia spingere i gestori a non comunicare i criteri selettivi adoperati, oppure a non effettuare alcuna selezione.
- 2) nell'allegato 3 del reg. equity c.f. si legge che "le informazioni sull'offerta sono facilmente comprensibili da un investitore ragionevole e sono fornite attraverso l'utilizzo di un *linguaggio non tecnico o gergale, chiaro, conciso*, ricorrendo, laddove possibile, all'utilizzo di termini del linguaggio comune", ed il tutto dev'essere contenuto in un documento composto da non oltre cinque fogli A4. Al netto dell'inafferrabile natura del concetto di "investitore ragionevole", solo l'effetto taumaturgico di un precetto giuridico può creare l'illusione che si possa spiegare in cinque cartelle con un linguaggio "non tecnico o gergale, chiaro, conciso" anche informazioni potenzialmente assai complesse, come quelle attinenti al *business plan* della *start-up* innovativa, alla natura dei "prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico" che si intendono realizzare, alla struttura di amministrazione e controllo della società, agli stessi strumenti di tutela messi a disposizione dell'investitore<sup>63</sup>... Il pericolo in tal caso è che dall'eccesso di semplificazione "coatta" sorgano ambi-

---

<sup>63</sup> E basti qui limitarsi a riportare il linguaggio adoperato dalla stessa CONSOB quando richiede, ad esempio, la descrizione delle clausole predisposte dall'emittente in merito a "modalità per la *way out* dall'investimento, presenza di eventuali patti di riacquisto, eventuali clausole di *lock up* e *put option* a favore degli investitori ecc."

guità, inesattezze, omissioni, ed anche qui l'ombra della responsabilità si allarga, anziché restringersi.

Infine, a chiusura del faticoso percorso esplorativo di una disciplina i cui snodi presentano ancora altri elementi problematici<sup>64</sup>, ci si limita a pronunciare una secca censura della regola dell'art. 24, comma 2, reg. equity c.f., la quale richiede al gestore di verificare "ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale[...] che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di *start-up* innovative previsto all'articolo 25, comma 5, del decreto". Questo precetto, già subissato di critiche in una sua precedente versione durante la fase di indagine conoscitiva della CONSOB<sup>65</sup>, continua ad infestare senza alcuna possibile giustificazione il reg. equity c.f.. Né prima, né ora esso può rappresentare un'attendibile strumento di garanzia - o anche solo di conferma - per gli investitori non professionali circa la bontà dell'investimento ed anzi può costituire un serissimo fattore di incertezza, suscettibile, com'è, di vanificare anche operazioni di raccolta prossime all'obiettivo<sup>66</sup>.

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

Quest'ultima prova di cieco paternalismo - o di più o meno surrettizia "cattura del regolatore" - suggella l'irragionevole livello di incongruenza

---

<sup>64</sup> Si allude, tra l'altro, alle ripercussioni che sulla predisposizione della delibera di aumento di capitale può provocare l'adozione del sistema "all or nothing" o di quello "keep it all" per stabilire, rispettivamente, se l'emittente possa procedere alla raccolta dei conferimenti promessi solo se sia stato raggiunto l'importo desiderato entro il termine previsto, oppure se possa comunque realizzare all'aumento di capitale in misura pari a quanto eventualmente raccolto. Se a questa situazione relativamente lineare si combina, però, la pluralità di strumenti di tutela riconosciuti all'investitore (diritto di recesso dal contratto di investimento: art. 13, comma 5, reg. equity c.f.; diritto di revoca dell'adesione all'offerta: art. 25, comma 2, reg. equity c.f.; diritto di recesso del consumatore: art. 67-*duodecies* d.lgs. 206/2005, codice del consumo), si può facilmente prevedere l'insorgere di una miriade di difficoltà realizzative (accompagnate dai relativi costi).

<sup>65</sup> In quel testo, l'adesione di un investitore "qualificato" era una condizione di ammissibilità dell'offerta, in quanto doveva essere raccolto prima del suo stesso inizio (v. CONSOB, cit. (nt. 54), p. 70 ss.). Si coglie l'occasione per segnalare che non si crede di poter reperire alcun appiglio nel d.l. 179/2012 per un intervento attuativo di questa portata e che non si conoscono disposizioni analoghe nel diritto degli USA.

<sup>66</sup> O che l'abbiano addirittura superato (altro problema, questo, di non semplice coordinamento con il diritto societario). In letteratura, si vedano le altre critiche di E. FREGONARA, cit. (nt. 6), p. 109 ss..

del bizantino *equity-based crowdfunding* all'italiana rispetto alle finalità riportate al principio di questo discorso<sup>67</sup>.

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

Si allunga così nel nostro ordinamento giuridico la catena dei vani tentativi di intercettare la domanda di investimento dei risparmiatori e di farla incontrare con l'esigenza di finanziamento: dalle azioni di risparmio del 1974, agli strumenti finanziari del 2003 fino ai "mini-bond" del 2012. Eppure, perplessità sulla convenienza e sulla bontà dell'*equity-based crowdfunding* potevano già essere avanzate anche sulla scorta di una superficiale osservazione dei dati di mercato. Certo, non è del tutto vero che attraverso questo strumento l'impresa non possa creare, conservare o ripristinare valore con il contributo della folla. Sicuramente, però, non lo può fare con l'attuale disciplina, la quale tutt'al più potrà svolgere un ruolo servente all'operatività dei tradizionali investitori professionali. Possono agevolmente immaginarsi varie possibili applicazioni, come, ad esempio, per sostenere l'espansione in un nuovo territorio di un'impresa già consolidata sul mercato, o per sviluppare una nuova linea di prodotti, o, ancora, per consentire la realizzazione di un *workers buy-out*<sup>68</sup>... L'approccio del d.l. 179/2012, tuttavia, è gravemente viziato nelle sue premesse e non si crede sia suscettibile di redenzione.

---

<sup>67</sup> È significativo considerare che uno dei primi scritti apparsi a seguito del completamento del quadro normativo non si occupi di analizzarne la trama, bensì di esplorare - con esiti talvolta dubbi - "i confini entro i quali è possibile esercitare un'attività di *equity based crowdfunding* nei casi non regolati dal Decreto Crescita": M. PINTO, cit. (nt. 6), p. 823 ss.. E già prima, v. M. MALTONI, P. SPADA, cit. (nt. 44), p. 13 s..

Alla data in cui si è inviato questo *paper*, peraltro, risulta che si stia avviata una sola operazione di *equity-based crowdfunding* in Italia: per informazioni, si veda il sito <http://www.diamantech.net>.

<sup>68</sup> La realizzazione dell'operazione di *equity-based crowdfunding* potrebbe rappresentare un elemento di un concordato preventivo presentato dall'imprenditore all'esito di una trattativa con i propri dipendenti o con le loro rappresentanze sindacali. Nel piano di ristrutturazione, in particolare, potrebbe essere inserita e descritta una ricapitalizzazione della società attraverso le somme raccolte in una campagna di *crowdfunding*, alla quale, essendo svolta sotto l'egida dell'autorità giurisdizionale, non sarebbe eccessivamente difficile riconoscere la possibilità di svincolarsi dagli impedimenti del d.l. 179/2012. L'eventuale partecipazione a tali operazioni di fondi mutualistici (peraltro già coinvolti in molti recenti casi di *workers buy-out*) potrebbe ulteriormente ampliarne le possibilità di successo. Per una documentata rassegna, si segnala al riguardo il reportage di L. BIANCHI, *Fenici d'Italia. come alcune imprese italiane sono riuscite a reinventarsi e sopravvivere alla crisi*, 2013, leggibile sul sito <http://ilbureau.com> (in questo sito si può anche consultare una mappa dei casi censiti: <http://ilbureau.com/la-rinascita-infografica>).

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

Limitando le osservazioni che si svolgeranno a degli essenziali spunti di riflessione, si può ribadire la centralità dell'elemento progettuale in entrambe le fattispecie e la decisa caratterizzazione teleologica che imprime loro<sup>69</sup>.

Nel panorama normativo italiano<sup>70</sup>, però, la protezione dei vincoli teleologici è affidata per lo più a rimedi obbligatori e quindi di nessuna seria efficacia preventiva contro fenomeni distrattivi, le cui conseguenze ridondano al di là dell'area del risarcibile. Per altro verso, l'ingiustificato arricchimento (art. 2041 c.c.) non ha alcuna capacità di reazione contro una semplice variazione delle condizioni di impiego di un certo bene, avendo natura restitutoria (ossia, non può conseguire il risultato di ripristinare il rispetto del vincolo di destinazione), e la sua macchinosità lo rende del tutto inadatto ad essere azionato da chi abbia effettuato attribuzioni di modico valore<sup>71</sup>.

---

<sup>69</sup> Si rinvia ai rilievi estrapolati da un'osservazione della prassi e da studi aziendalistici esposti *supra*, *sub* par. 3.

<sup>70</sup> Orfano, peraltro, dal 2012 anche di un'autorità che si occupi delle iniziative di raccolta destinate al terzo settore e quindi completamente sguarnito su un fronte di solito presidiato in altri stati.

<sup>71</sup> Qualora vi siano gli estremi per poter qualificare un'operazione di *reward-based crowdfunding* in termini di associazioni in partecipazione, il discorso sui rimedi potrebbe assumere un maggiore spessore, senza necessità di variazioni della normativa esistente. Invero, se si ritenesse di prestare adesione a quell'orientamento interpretativo che nell'associazione in partecipazione ad un *singolo affare* riconosce un limite implicito alla libertà dell'associante (M. DE ACUTIS, cit. (nt. 11), p. 193) o comunque un obbligo per costui di non alterare l'obiettivo perseguito dalle parti (G. MIGNONE, cit. (nt. 11), p. 398 s.; con maggiore incertezza, G. DE FERRA, *Della associazione in partecipazione*, in *Comm. cod. civ.*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1973, p. 68, nt. 8), si potrebbero ricavare molteplici elementi utili a ricostruire un efficace quadro di tutele basato sulla risoluzione per inadempimento e sul risarcimento del danno. Non solamente, si potrebbe inoltre configurare uno specifico obbligo di informazione gravante sul soggetto finanziato verso i suoi sostenitori ogni qual volta si realizzi una circostanza a lui non imputabile che imponga una modifica dell'originario progetto.

Si rende perciò necessaria l'introduzione di una qualche forma di tutela collettiva per i *crowdfunder* e, in primo luogo, per fornire loro uno strumento di aggregazione e rappresentanza, si potrebbe porre in capo al gestore della piattaforma l'obbligo di stimolare la costituzione di un'associazione dei partecipanti ad ogni campagna, la quale potrebbe operare mediante una propria "comunità virtuale". Questa associazione, a sua volta, potrebbe utilmente accedere al rimedio dell'azione di cui all'art. 140-bis cod. cons., laddove per ogni singolo erogatore le sole spese per l'accesso alla giustizia supererebbero il valore del suo apporto, privandolo di ogni incentivo.

Oltre a ciò, ad ogni modo, continua a farsi sentire la mancanza di un rimedio reale in grado di garantire l'osservanza dei vincoli teleologici (nel caso di specie, quelli scaturenti dal progetto) e sarebbe necessario considerare seriamente una loro possibile configurazione<sup>72</sup>.

La tutela, però, sarebbe spuntata se non ci fosse possibilità di accesso ad alcuna informazione da parte del soggetto finanziato. A ciò si può facilmente rimediare sempre attingendo alle migliori pratiche del *crowdfunding*, ossia stabilendo un obbligo di informazione periodica sia contabile, che descrittiva sull'avanzamento e sui risultati del progetto<sup>73</sup>. Una simile modifica non richiederebbe alcun adattamento al mercato e, peraltro, dovrebbe essere integrata soltanto nella disciplina della donazione, poiché in quella dell'associazione in partecipazione si rinviene già uno strumento utile nell'art. 2552, commi 2 e 3, c.c..

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

---

<sup>72</sup> Anche sul versante del diritto penale la situazione non migliora, perché stante l'inapplicabilità dell'appropriazione indebita (art. 646 c.p.), non si potrebbe che ricorrere alla truffa (art. 640 c.p.), anch'essa di difficile utilizzabilità nel contesto in questione.

<sup>73</sup> Nella dottrina più recente, v. M. DE ACUTIS, cit. (nt. 11), p. 224 ss.; G. MIGNONE, cit. (nt. 11), p. 383 ss., spec. 392 ss., ed ivi per altri riferimenti.