

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

OTTOBRE/DICEMBRE

2019

[rivista.dirittobancario.it](http://rivista.dirittobancario.it)

## **DIREZIONE**

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,  
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI  
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,  
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

## **COMITATO DI DIREZIONE**

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,  
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,  
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

## **COMITATO SCIENTIFICO**

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,  
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,  
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE  
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO  
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,  
FRANCESCO TESAURO+

### **COMITATO ESECUTIVO**

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

### **COMITATO EDITORIALE**

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SECRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA

### **COORDINAMENTO EDITORIALE**

UGO MALVAGNA

### **DIRETTORE RESPONSABILE**

FILIPPO SARTORI

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

**SEDE DELLA REDAZIONE**

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,  
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836



## **Finanziamento delle PMI e nuove tecnologie fra raccolta del capitale e creazione di “valori”**

**SOMMARIO:** 1. Il *crowdfunding* come forma alternativa di accesso al credito per le PMI. – 2. La creazione di un ecosistema imprenditoriale favorevole alla creazione e allo sviluppo delle PMI nel prisma delle fonti europee e l’evoluzione normativa del fenomeno. – 3. La rivoluzione del sistema attraverso la creazione di nuovi “valori” e la raccolta di *Finanzkapital* alla luce del processo di “disintermediazione”. – 4. *Blockchain*, criptovalute e *cryptocrowdfunding*: la raccolta di capitale nelle PMI nell’era della *sharing economy*. – 5. Il conferimento di criptovalute nelle PMI: (breve) considerazioni a margine di una recente giurisprudenza di merito. – 6. Riflessioni conclusive.

### *1. Il crowdfunding come forma alternativa di accesso al credito per le PMI*

«*It is difficult to give an exact definition of the term crowdfunding given that it is an evolving phenomenon*»<sup>1</sup>: con il termine *crowdfunding*, di importazione anglo-americana, si fa comunemente riferimento ad una particolare tecnica di finanziamento che si realizza tramite la raccolta di fondi su piattaforme che operano on line<sup>2</sup>. Cionondimeno, se si parte dal presupposto che è fisiologicamente impossibile per il legislatore fare fronte senza soluzione di continuità ai rapidi mutamenti imposti (in tutti i settori) dall’incessante sviluppo delle nuove tecnologie, si comprende con immediatezza perché – a dispetto dell’apparente semplicità della definizione data – possa affermarsi che ci si trovi in realtà dinnanzi ad un fenomeno la cui qualificazione giuridica può risultare particolarmente gravosa, soprattutto in considerazione degli effetti che ne possono scaturire sul

---

<sup>1</sup> Cfr. C.E. DE QUESADA, *Crowdfunding in Europe*, in *European Contract Law in the Digital Age*, Cambridge, 2018, 103 ss. (107).

<sup>2</sup> Cfr. C.E. DE QUESADA, *op. cit.*, 107: «However, in general terms it can be described as a way, tool or channel of raising finance for a specific project or business, typically through contract platforms on the Internet, from a mass of small investors or funders [...] who usually contribute with small amounts of money. The contract platform puts the calls on its website, where it remains open for a certain period of time and, in most cases, contributions are only formally vested if the project reaches an amount previously stated by the promoter».

piano della disciplina applicabile.

Come ormai noto, esso indica infatti quel processo mediante il quale molte persone erogano contributi (di qui, l'utilizzo combinato delle parole inglesi *crowd*, folla, e *funding*, finanziamento) per favorire lo sviluppo di un progetto o di una iniziativa, non necessariamente imprenditoriale, ritenuta meritevole di sostegno indipendentemente dalla sua natura remunerativa, dunque, dalla previsione di un ritorno economico. Per le sue caratteristiche, può trovare applicazione in tutti gli ambiti, in quanto può, potenzialmente, servirsene chiunque abbia un progetto da realizzare e sia, pertanto, disposto a pubblicizzarlo in dettaglio su specifici portali che curano la raccolta di tali fondi<sup>3</sup>.

In presenza di certe condizioni, i contributi si configurano quali veri e propri prestiti: è questo il caso del c.d. *lending based crowdfunding* (anche detto *peer to peer*, P2P) che, pur potendo atteggiarsi in forme differenti, rappresenta quella tecnica di finanziamento consistente, appunto, in prestiti effettuati da privati o erogati da istituzioni di diverso tipo in favore di altri privati o di imprese. Nel primo caso, il prestito avviene di solito (ma non necessariamente) senza garanzie da parte del ricevente; nel secondo, cioè quando il finanziamento avviene in favore di un'impresa, è invece generalmente prevista una qualche forma di garanzia<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> Il termine è stato coniato da Michael Sullivan che, nel 2006, lanciò la prima piattaforma per l'adozione di questa tecnica, *Fundavolg*, sulla quale si potevano effettuare donazioni on line a favore di progetti legati a videoblog. Tuttavia, il suo tentativo di creare un incubatore di progetti in questo ambito non ebbe molto successo, per cui la prima piattaforma più nota è *Kickstarter*, sorta nel 2009 e in seguito divenuta la piattaforma più famosa al mondo, in quanto incubatore di iniziative imprenditoriali tra loro molto diverse: cfr. U. PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Torino, 2013, 1 ss., a cui si rimanda anche per un approfondimento in ordine alle vicende storiche dell'istituto.

<sup>4</sup> In riferimento al *lending based crowdfunding*, va detto che, a luglio 2019, la Consob ha pubblicato il quinto Quaderno *FinTech* sul tema *Marketplace lending: verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, in cui sono state messe in evidenza le ragioni economiche sottese al suo sviluppo e le problematiche che ne derivano ed è stato posto l'interrogativo sull'efficacia dell'attuale assetto regolamentare anche attraverso un'analisi comparata delle discipline dei principali Paesi europei e degli Stati Uniti. Per approfondire caratteristiche, modelli operativi delle relative piattaforme e sistema di funzionamento di tale strumento, *ex multis*, v.

Tuttavia, tale nuova forma di prestito assume caratteristiche ulteriori e diverse quando lo stesso, oltre ad essere erogato per il finanziamento di una iniziativa imprenditoriale, prevede una ricompensa, quale la partecipazione ai profitti futuri derivanti dalla stessa, indipendentemente dall'assunzione della qualifica di socio della società richiedente. In quest'ultima ipotesi si parla di *royalty based* o *profit-sharing crowdfunding* per distinguere la fattispecie descritta dal c.d. *investment-based crowdfunding*, la cui particolarità risiede invece nel fatto che, a fronte dei prestiti ricevuti, l'impresa emette delle azioni o delle obbligazioni che offre ai suoi stessi finanziatori servendosi della medesima piattaforma che ha raccolto, per suo conto, il capitale.

Rientra in essa l'*equity based crowdfunding*, una particolare tecnica di finanziamento delle imprese per cui i soggetti che finanziano on line una società divengono soci di questa e, partecipando pienamente al suo andamento, si assumono, pro quota, il rischio di impresa<sup>5</sup>.

---

AA.VV., *Peer-to-peer lending: mito o realtà? Italia ed esperienze internazionali a confronto*, U. Filotto (a cura di), Roma, 2016; E. BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, M.T. Paracampo (a cura di), Torino, 2017, 163 ss.; M. BOFONDI, *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, in *Questioni di economia e finanza della Banca d'Italia*, 375-marzo 2017, on line all'indirizzo <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2017-0375/index.html>; F. CRISTINI, *Fintech e credito. Disintermediazione o nuova intermediazione?*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 19 febbraio 2019. In ambito internazionale, *ex multis*, v. K. JUDGE, *The Future of Direct Finance: The Diverging Paths of Peer-to-Peer Lending and Kickstarter*, in *Wake Forest Law Review* 50, 2015, 603; A. MILNE, P. PARBOTEEAH, *The Business Models and Economics of Peer-to-Peer Lending*, *European Credit Research Institute*, 17 maggio 2016; C.E. DE QUESADA, *op. cit.*, 114 ss.

<sup>5</sup> Cfr. R. CARATOZZOLO, *L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, cit., 147 ss. (150). Per un approfondimento del fenomeno rappresentato dall'*equity based crowdfunding* e il suo sistema funzionamento (anche con riferimento alla materia strettamente societaria), *ex multis*, v. M. VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, 371 ss.; I. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e la c.d. "dematerializzazione" delle quote di s.r.l.*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2016, 537 ss.; E. FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in

È evidente come il meccanismo appena descritto, se si prescinde dalle particolari modalità di collocazione dei prodotti finanziari emessi (che, in questo caso, avviene solo su apposite piattaforme digitali), ne richiami alla mente un altro, ben più noto: quello per il quale nel nostro ordinamento una società di capitali, se costituita in forma di società per azioni, può raccogliere capitale di rischio o autofinanziarsi dall'esterno, senza per questo doversi necessariamente rivolgere ad investitori professionali.

Senonché, questa possibilità è oggi attribuita anche alla società a responsabilità limitata in base ad un articolato sistema di norme la cui *ratio* risiede nel tentativo del legislatore di arginare gli effetti della crisi economica che nell'ultimo decennio ha attraversato il Paese, dunque, di incentivare la nascita e lo sviluppo di PMI<sup>6</sup>. E, ancora, di superare, seppure entro confini ristretti e ben delimitati, i limiti derivanti dal divieto di finanziamento di tale tipo di società con la tecnica cartolare, «virtualmente idonea a creare un mercato secondario dei diritti alla restituzione del capitale prestato e al suo rendimento»<sup>7</sup>.

---

*Giur. it.*, 2016, 2287 ss.; N. CIOCCA, F. ACCETTELLA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. Comm.*, 2017, 237 ss.; N. DE LUCA, S.L. FURNARI, A. GENTILE, voce *Equity crowdfunding*, in *Digestolcomm. Aggiornamento*, S. Bellomo, M. Cian, G. Ferri jr., D.U. Santosuosso, F. Tesauro (a cura di), Torino, 2017, 159 ss.; E. MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*, in questa *Rivista*, 2018, I, 133 ss.; U. MINNECI, *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, 509 ss.; M. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 650 ss. Nella letteratura internazionale, *ex multis*, v. C.S. BRADFORD, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2012, 1 ss.; A. AGRAWAL, C. CATALINI, A. GOLDFARB, *Some simple economics of crowdfunding*, in *Innovation Policy and the Economy*, 2014, 8 ss.

<sup>6</sup> Per avere un'idea del rilievo che il suo utilizzo ha avuto negli ultimi anni sul piano del finanziamento delle imprese che si sono avvalse di questo strumento con l'ausilio di tali piattaforme, utilizzate da vetrina virtuale, v. A. ROSA, *Il crowdfunding in un recente rapporto della Commissione Europea*, in *Riv. soc.*, 2016, 975 ss., rif. a COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Report on Crowdfunding in the EU Capital Market Union*, visionabile all'indirizzo [https://ec.europa.eu/info/system/files/crowdfunding-report-03052016\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/system/files/crowdfunding-report-03052016_en.pdf).

<sup>7</sup> Cfr. P. SPADA, *L'emissione dei titoli di debito nella «nuova» società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 799 ss. (803).

Tale tecnica è rimasta “prerogativa” delle sole società per azioni<sup>8</sup> per decenni e, comunque, fino alla modifica – nel 2003 – dell’art. 2483 c.c. che ha consentito alla società a responsabilità limitata di emettere titoli di debito, al chiaro scopo di favorirne il finanziamento, consentendole di “circuire” l’intermediazione bancaria<sup>9</sup>.

Va da sé che il riconoscimento normativo dell’*equity based crowdfunding* e la sua introduzione in un ambito al quale era tradizionalmente estranea qualsiasi forma di autofinanziamento (che non provenisse – come si è detto, dopo il 2003 – dalla eventuale emissione di titoli di debito destinati alla sottoscrizione da parte di investitori professionali) ha rappresentato una rivoluzione copernicana, in grado di segnare il passaggio dal diritto societario “classico” ad un diritto societario “nuovo”, capace di rinnovarsi e sfruttare lo sviluppo delle nuove tecnologie come punto di forza.

## *2. La creazione di un ecosistema imprenditoriale favorevole alla creazione e allo sviluppo delle PMI nel prisma delle fonti europee e l’evoluzione normativa del fenomeno*

Il percorso che ha portato all’attuale definizione del campo di applicazione dell’*equity based crowdfunding* (da ora, *equity crowdfunding*) ha preso avvio dagli artt. 25 ss. (contenuti nella Sezione IX, «Misure per la nascita e lo sviluppo di imprese start-up innovative») del c.d. Decreto Crescita *bis* rappresentato dal d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, recante «Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese», convertito con modificazioni in l. 17 dicembre 2012, n. 221.

Il suo primo, vero, riconoscimento nel nostro ordinamento ha riguardato le sole *start-up* innovative (benché riconducibili, esclusivamente, a società di capitali o cooperative, anche a vocazione sociale). L’art. 26, comma 5, del d.l. n. 179/2012, così come coordinato con la l. n. 221/2012, ha previsto che «in deroga a quanto previsto dall’articolo 2468, comma primo, del codice civile, le quote di partecipazione in *start-up* innovative<sup>10</sup> costituite in forma di società

---

<sup>8</sup> Così si esprime la *Relazione al Codice Civile del 1942 (n. 1015)*, consultabile sul sito del Consiglio Nazionale Forense ([www.consiglionazionaleforense.it](http://www.consiglionazionaleforense.it)).

<sup>9</sup> Cfr. P. SPADA, *op. cit.*, 802.

<sup>10</sup> Con il d.l. n. 179/2012 è stata introdotta una normativa organica volta a

---

favorire la nascita e la crescita di nuove imprese ad alto valore tecnologico, con l'obiettivo di sostenere lo sviluppo di un ecosistema imprenditoriale orientato all'innovazione, capace di creare nuova occupazione e di attrarre capitale umano e finanziario dal mondo ([www.mise.gov.it](http://www.mise.gov.it)). Ai sensi dell'art. 25, comma 2, del d.l. n. 179/2012, così come successivamente integrato e modificato, per *start-up* innovativa deve intendersi una società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, le cui azioni rappresentative del capitale sociale (ove si tratti di società per azioni) non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione, che (stante l'avvenuta soppressione del requisito in origine previsto dalla lettera *a*), secondo cui i soci, persone fisiche, avrebbero dovuto detenere, per almeno ventiquattro mesi dalla costituzione, la maggioranza delle quote o azioni rappresentative del capitale sociale e dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria dei soci) sia in possesso dei seguenti requisiti: (se non di nuova costituzione) sia stata costituita non più di sessanta mesi prima dell'entrata in vigore di detto decreto (*b*); abbia la residenza in Italia ai sensi dell'art. 73 del d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, o in uno degli Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, purché abbia una sede produttiva o una filiale in Italia (*c*); a partire dal secondo anno di attività, abbia una produzione annua il cui valore totale, come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non sia superiore a 5 milioni di euro (*d*); non distribuisce, e non ha distribuito, utili (*e*); ha, quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico (*f*); non è stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda (*g*). Presenti, inoltre, almeno uno dei seguenti requisiti (*h*): 1) le spese in ricerca e sviluppo uguali o superiori al quindici per cento del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione della *start-up* innovativa. Ai fini di questo provvedimento, in aggiunta a quanto previsto dai principi contabili, sono altresì da annoverarsi tra le spese in ricerca e sviluppo: le spese relative allo sviluppo precompetitivo e competitivo, quali sperimentazione, prototipazione e sviluppo del *business plan*, le spese relative ai servizi di incubazione forniti da incubatori certificati, i costi lordi di personale interno e consulenti esterni impiegati nelle attività di ricerca e sviluppo, inclusi soci ed amministratori, le spese legali per la registrazione e protezione di proprietà intellettuale, termini e licenze d'uso; 2) l'impiego, come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a due terzi della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale; 3) il possesso, in qualità di titolare, depositaria o licenziataria, di almeno una privativa industriale relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale ovvero la titolarità dei diritti relativi ad un

a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari». In quest’ottica il legislatore ha fornito, nell’art. 30 della stessa l. n. 221/2012, modificativa del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, contenente il TUF-Testo Unico della Finanza, la (prima) definizione sul piano normativo di «portale per la raccolta di capitali per le *start-up* innovative»<sup>11</sup>. A completamento di tale disciplina di carattere primario, la Consob ha quindi emanato il Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013, per stabilire regole precise in ordine all’individuazione degli operatori autorizzati alla raccolta del capitale on line e alle modalità di svolgimento della relativa attività da parte delle stesse (*start-up* innovative).

Tali norme, introdotte sul piano legislativo e regolamentare, hanno avuto la funzione di «creare un ecosistema favorevole alle *start-up* innovative»<sup>12</sup>: benché siano state emanate allo scopo di favorire lo sviluppo dell’innovazione e dell’imprenditoria giovanile, esse possono essere però inquadrare nell’ambito di un più ampio fenomeno che negli ultimi anni ha riguardato l’Italia e, più in generale, l’Europa.

Quando è stato introdotto nel nostro Paese, il pacchetto di regole dedicato alle *start-up* innovative di cui al d.l. n. 179/2012 si è immediatamente segnalato per la sua “poliedricità”, del tutto ignota agli altri Stati europei, e per l’“originalità” delle soluzioni adottate sul

---

programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore, purché (tali private siano) direttamente afferenti all’oggetto sociale e all’attività d’impresa. Per un’ampia panoramica sulle *start-up* innovative e la loro regolamentazione attuale, v. *La start-up innovativa. Guida sintetica per utenti esperti sugli adempimenti societari, redatta dalle Camere di Commercio con il coordinamento del Ministero dello Sviluppo Economico* (on line, all’indirizzo <http://www.fe.camcom.it/attivitaistituzionali/registro-impres/start-up/guida-start-up-innovative-giugno-2019>).

<sup>11</sup> Le modifiche al TUF introdotte dall’art. 30 della l. n. 221/2012 hanno riguardato l’art. 1, commi 5-*novies* e 5-*decies*, l’art. 50-*quinquies* e l’art. 100-*ter*. Sulle implicazioni derivanti (anche) dalla modifica e/o dall’introduzione delle norme del TUF in riferimento alla disciplina della società a responsabilità limitata (non soltanto se costituita in forma di *start-up* innovativa, in quanto le norme sull’*equity crowdfunding* di cui al d.l. n. 179/2012, convertito in l. n. 221/2012, sono state in seguito estese prima a tutte le PMI innovative, poi a tutte le PMI, anche non innovative, *infra*, in questo stesso paragr.), *ex multis*, v. N. DE LUCA, *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 1 ss.

<sup>12</sup> Così la *Relazione al d.l. n. 179/2012*.

piano del diritto societario. Tuttavia, queste caratteristiche, pur rimarcando l'assoluta differenza dell'approccio italiano rispetto a quello delle esperienze straniere, sono risultate in linea con la tendenza comunitaria a dettare regole nell'ambito del diritto commerciale in grado di fare da volano per le imprese di nuova costituzione e, più in generale, di rappresentare «un trampolino di lancio»<sup>13</sup> per quelle (imprese) la cui struttura, a prescindere dalla matrice innovativa, nel quadro della crisi economica mondiale, aveva mostrato evidenti segni di debolezza.

Infatti, le strette connessioni dell'impresa giovanile (non soltanto a carattere innovativo) con la PMI, in Italia, hanno indotto il legislatore ad introdurre tali norme che – avendo l'una e l'altra (categoria), per la gran parte, forma coincidente con quella della società a responsabilità limitata – hanno da subito sollevato importanti interrogativi in ordine alla compatibilità tra modelli e discipline di diritto societario tra loro tanto differenti, ponendo così un «problema tipologico»<sup>14</sup>.

Nel contesto europeo hanno, invece, segnato una tappa importante del lungo processo avviatosi alle soglie del nuovo millennio, proseguito con l'adozione dello «Small Business Act for Europe», Comunicazione della Commissione europea del 25 giugno 2008, finalizzata alla creazione di un quadro strategico per consentire un migliore sfruttamento del potenziale di crescita e di innovazione delle

---

<sup>13</sup> Cfr. M. CIAN, *Società start-up innovative e PMI innovative*, in *I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo. Atti del convegno Courmayer, 18-19 settembre 2015*, P. Montalenti (a cura di), Milano, 2016, 89 ss., in cui l'A. definisce “poliedrica” la disciplina introdotta «per la varietà delle azioni intraprese» su molteplici piani che, oltre il diritto societario e quello dell'impresa in senso stretto, hanno interessato numerosi altri ambiti (in particolare, il diritto del lavoro, la materia fiscale, il diritto dei mercati finanziari), portando ad una vera e propria “rimodulazione” del diritto privato sostanziale di questa tipologia di imprese.

<sup>14</sup> Tanto da suscitare significativi dubbi sulla riconducibilità (o meno) di tali imprese innovative ai tipi ordinari e, soprattutto, al tipo della società a responsabilità limitata “comune”: *ex multis*, v. P. SPADA, M. MALTONI, *L'impresa start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013, 1113 ss. (1117); M. CIAN, *Società start-up innovative e PMI innovative*, cit., in part. 90 e 103, in cui l'A. si sofferma sul problema legato all'«effetto ibridante della disciplina delle imprese innovative» e, alla luce di ciò, si interroga sulla possibilità di considerare tale disciplina “speciale” o di parlare, in proposito, di “autonomia tipologica” della fattispecie.

PMI, e culminato (senza per questo essersi concluso) nella emanazione di numerosi altri provvedimenti rivolti alle imprese di piccole e medie dimensioni, sul presupposto che esse rappresentino il novantanove per cento di tutte le imprese esistenti in Europa.

Quando si parla di PMI si deve pertanto (ancora oggi) fare riferimento ai criteri (già) individuati, in forma embrionale, dall'art. 2 della Raccomandazione della Commissione Europea 361/2003 del 6 maggio 2003, relativa alla «definizione delle microimprese, piccole e medie imprese», ripresi (anche) in alcuni altri atti successivamente adottati dalla stessa Unione Europea con lo scopo di creare un *corpus* di norme comuni alle imprese di piccole e medie dimensioni ed imprimere loro, per questa via, una spinta significativa, in grado di favorirne lo sviluppo e accelerarne la crescita anche oltre i confini nazionali.

Seppure non sia ad essa identica, è sovrapponibile a questa (nozione di PMI) anche la definizione di PMI fornita dall'art. 2, paragrafo 1, lettera *f*), alinea *i*), del Regolamento UE 2017/1129 del 14 giugno 2017, relativo al «prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato»<sup>15</sup>, in forza del quale, per PMI, deve intendersi quell'impresa che, in base al più recente bilancio annuale o consolidato, soddisfi almeno due dei seguenti criteri: «a) il numero medio dei dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250; b) il totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 milioni di euro; c) il fatturato netto annuale non superiore a 50 milioni di euro».

Tale definizione di PMI, fornita dall'art. 2, paragrafo 1, lettera *f*), alinea *i*), va tenuta distinta dall'altra (definizione) riguardante esclusivamente le PMI che abbiano «una capitalizzazione di borsa», alla quale è lo stesso Regolamento UE 2017/1129, nell'art. 2, paragrafo 1, lettera *f*), alinea *ii*), a fare riferimento, con un espresso rinvio all'art. 4, paragrafo 1, punto 13, della Direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014, c.d. MiFID II («Markets in Financial Instruments Directive»).

---

<sup>15</sup> Che ha abrogato la Direttiva 2003/71/CE del 4 novembre 2003, relativa al «prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari», che ha a sua volta abrogato la Direttiva 2001/34/CE, riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l'informazione da pubblicare su detti valori.

Entrata in vigore in tutta l'Unione il 3 gennaio 2018, la c.d. Direttiva MiFID II ha disciplinato, insieme al Regolamento UE 600/2014 del 15 maggio 2014, c.d. MiFIR («Markets in Financial Instruments Regulation»), il funzionamento dei mercati finanziari dell'Unione Europea, così modificando la precedente regolamentazione, rappresentata in tale ambito dalla Direttiva 2002/92/CE e dalla Direttiva 2011/61/UE. Entrambi i provvedimenti, aventi la funzione di dettare regole comuni in tutti gli Stati membri per la tutela degli investitori ed il rafforzamento delle garanzie imposte dalla posizione di svantaggio in cui questi si trovano a causa dello «squilibrio» contrattuale connaturato al mercato mobiliare, sono inquadrabili nell'azione intrapresa dall'Unione Europea allo scopo di creare un mercato unico dei capitali, rivolgendo particolare attenzione alla diversificazione degli strumenti di finanziamento per le PMI, soprattutto a carattere innovativo<sup>16</sup>. Non per questa loro connotazione devono, però, essere ritenuti il risultato di una tendenza nuova o sconosciuta: invero, «sin dai primi passi di quella che oggi consideriamo la “moderna” disciplina del mercato mobiliare, l'attenzione è stata più volte rivolta, con tratti diversi a seconda del tempo, alle piccole e medie imprese, soprattutto, ma non soltanto, in Italia, dove il tessuto economico è (ancora) prevalentemente composto da imprese di non rilevanti dimensioni, e dove da sempre è avvertita l'esigenza di diversificare le fonti di finanziamento delle imprese, rispetto alla tradizionale dipendenza – assolutamente preponderante – dal credito bancario»<sup>17</sup>.

Stante la fisiologica incapacità di queste imprese di dimensioni medio-piccole di procurarsi non «capitale di rischio», bensì proprio «capitale di credito»<sup>18</sup> è intuibile che fornire ad esse una simile

---

<sup>16</sup> In proposito, v. *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Action Plan on Building a Capital Markets Union* (COM(2015)468/2), visionabile *on line* al seguente indirizzo: <http://eur-lex.europa.eu>. Per una disamina più approfondita in ordine all'interesse dell'Europa per le nuove tecniche di finanziamento delle imprese, inoltre, v. R. CARATTOZZOLO, *op. cit.*, 151-154.

<sup>17</sup> Cfr. F. ANNUNZIATA, *PMI, quotazione, crowdfunding*, in *I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo. Atti del convegno Courmayer, 18-19 settembre 2015*, cit., 131 ss.

<sup>18</sup> Cfr. P. SPADA, *op. cit.*, 802.

occasione significa(va) offrire loro l'opportunità di accedere ad un importante canale di finanziamento<sup>19</sup> che, soprattutto per quelle di nuova costituzione, ma non solo, poteva – e, di fatto, può – rivelarsi vitale<sup>20</sup>. Mediante il ricorso all'*equity crowdfunding*, si riesce, infatti, a favorire la provvista dei mezzi propri e di credito e a “diluire” nel tempo i rischi dell'indebitamento, ma anche a ridurre i costi<sup>21</sup> che l'impresa societaria genera sia direttamente sia indirettamente: i primi per la produzione di dati e notizie rilevanti, i secondi per la comunicazione di informazioni, oltre che ai concorrenti, agli altri *stakeholders*<sup>22</sup>, tra cui le banche che, davanti alla comunicazione di informazioni a contenuto negativo, possono ad esempio aumentare il costo del denaro<sup>23</sup>. Per questa ragione, in una stagnante fase di instabilità economica del sistema come quella che nell'ultimo decennio ha colpito l'Italia e, più in generale, l'Europa, la diffusione del fenomeno legato al ricorso all'*equity crowdfunding* – in grado, secondo la Banca Centrale Europea, di «offrire un'efficace soluzione alle turbolenze derivanti dalla crisi economica e dalle carenze

---

<sup>19</sup> Sul problema del finanziamento delle PMI e i vantaggi offerti dallo sfruttamento delle nuove tecnologie in questo settore, v. J.E. FISCH, *Can Internet Offerings Bridge the Small Business Capital Barrier?*, in *J. Small & Emerging Business Law*, 1988, 57 ss.

<sup>20</sup> Sull'importanza della ricerca di forme di finanziamento delle PMI differenti dal credito bancario e ad esso alternative (tra cui anche l'*equity crowdfunding*), in generale, v. I. SUPINO, *Individuazione di «Forme alternative di finanziamento» per le PMI nelle previsioni della Capital Market Union*, in *Contr. Impr.*, 2016, 933 ss. Con particolare riferimento all'*equity crowdfunding* nella stessa prospettiva, v. A. TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contr. Impr.*, 2014, 519 ss.

<sup>21</sup> Cfr. P. SPADA, M. MALTONI, *op. cit.*, 579 ss. (580) e, con aggiornamenti, 1114; A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 699 ss. (700).

<sup>22</sup> Sul punto e, in particolare, con riguardo al rapporto tra *agency problems* e *equity crowdfunding*, v. F. MACCHI, *Corporate Law and Economics of equity crowdfunding*, in *Giur. Comm.*, 2017, 555 ss.

<sup>23</sup> Cfr. G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, «crowdfunding» e mercati privati*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, 203, rif. a C. LEUZ, P.D. WYSOCKI, *Economic Consequences of Financial Reporting and Disclosure Regulation. A Review and Suggestions for Future Research*, 2008, 9 ss., on line all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1105398](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1105398).

nell'erogazione del credito da parte degli operatori bancari»<sup>24</sup> – ha assunto eccezionale rilevanza e portato a premere l'acceleratore nella direzione di una più compiuta ed estesa (ma non per questo, completa) regolamentazione della materia ad esso riconducibile. Considerata la già avvenuta regolamentazione del fenomeno negli Stati Uniti<sup>25</sup>, anche il legislatore italiano, come quello europeo, ha pertanto scelto di incoraggiarne l'utilizzo<sup>26</sup>, secondo regole e strategie proprie.

---

<sup>24</sup> Così l'editoriale de *IlSole24Ore*, 6 dicembre 2013, *Draghi: priorità all'economia reale*.

<sup>25</sup> Essi sono stati infatti il primo Paese al mondo a regolamentare tale tecnica di finanziamento con l'adozione nel 2012 del c.d. *JOBS Act (Jumpstart Our Business Startups Act)*. Tuttavia, la normativa italiana e quella statunitense presentavano, e di fatto ancora presentano (nonostante le più recenti modifiche normative intervenute nel nostro Paese), notevoli differenze: per un approfondimento, *ex multis*, v. A. GUACCERO, *op. cit.*, 702 ss.; N. DE LUCA, *op. cit.*, 3 ss. Inoltre, per un'analisi della diversità tra le discipline dei due Paesi (con riguardo, soprattutto, alla responsabilità del portale che opera da intermediario e all'importanza del suo intervento nel sistema di raccolta dei capitali *de quo*), v. C. IOVIENO, *Il portale nell'equity crowdfunding: un nuovo gatekeeper? Un'analisi alla luce della regolamentazione italiana e statunitense, in Il diritto dell'informazione e dell'informatica.*, 2016, 1 ss.

<sup>26</sup> Ancora oggi in realtà il quadro normativo europeo in materia di *crowdfunding* non è omogeneo. Tuttavia, mentre, nel 2018, il Parlamento europeo e il Consiglio hanno presentato una *Proposta di Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese (Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers for Business-ECSP*, meglio nota come *Regolamento Europeo sul Crowdfunding*, COM(2018)0113 *final-2018/048/(COD)*, visionabile on line all'indirizzo <https://eur-lex.europa.eu>) e alcuni Stati membri stanno ancora lavorando alla possibile introduzione del primo testo legislativo in materia, Regno Unito, Francia, Spagna, Germania, Austria, Portogallo, Finlandia (e, in ultimo, Belgio e Paesi Bassi) hanno adottato una propria normativa con l'obiettivo di fare leva su tale, nuova, forma di finanziamento per fare crescere l'economia del proprio territorio. I (primi) testi normativi sul *crowdfunding* adottati dai Paesi indicati sono (stati): nel Regno Unito, l'*FCA's Crowdfunding and the Promotion of Non-Readily Realisable Securities Instrument 2014* del 27 febbraio 2014 (FCA 2014/13); in Francia, l'*Ordonnance n. 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif* e il *Décret d'application n. 2014-1053 du 16 septembre 2014 de l'Ordonnance n. 2014-559 du 30 mai 2014*; in Germania, il *Kleinanlegerschutzgesetz* del 23 aprile 2015; in Spagna, la *Ley 5/2015, de 27 de abril de 2015, de fomento de la financiación empresarial*; in Portogallo, la *Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto de Regime jurídico do financiamento colaborativo* e il *Regulamento da CMVM n.º 1/2016 de Financiamento Colaborativo de capital ou por empréstimo*; in Austria, l'*Alternativfinanzierungsgesetz* del 19 maggio 2015; in Finlandia, il *Crowdfunding*

In tale prospettiva, il nostro Paese, primo a livello europeo e tra i primi a livello globale ad approvare un testo di legge avente ad oggetto l'*equity crowdfunding*, ha intrapreso la strada dell'estensione della disciplina primaria di cui al d.l. n. 179/2012, convertito nella l. n. 221/2012, per stimolare la crescita del settore e negli anni successivi ha quindi ampliato, non senza qualche incertezza (come dimostrato dalla molteplicità degli interventi normativi occorsi, a più riprese), il novero dei soggetti che possono ricorrere a tale tecnica. Così, con il c.d. *Investment Compact* o Decreto Crescita 3.0 (art. 4, d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, convertito in l. 24 marzo 2015, n. 339), la disciplina legata alla possibilità di raccogliere capitale di rischio mediante l'offerta al pubblico di prodotti finanziari tipica del *crowdfunding* è stata estesa in prima battuta alle PMI innovative<sup>27</sup>, agli organismi di investimento

---

*Act* 734/2016 del 21 giugno 2016. Dopo la loro entrata in vigore, alcuni di essi sono stati già in parte modificati e integrati o, comunque, ulteriormente sviluppati. In molti casi, in aggiunta a tali regolamenti, sono stati inoltre adottati veri e propri Codici di Condotta (v., ad esempio, il *Code of practice of the UK Crowdfunding Association*; il *Code of Conduct for the French Crowdfunding Association*; il *Code of Conduct for the German Crowdfunding Association*). Per un approfondimento, v. N. DE LUCA–S.L. FURNARI–A. GENTILE, *op. cit.*, 161 ss.; C.E. DE QUESADA, *op. cit.*, 127 ss. Per un approfondimento della disciplina risultante a livello europeo dalle principali norme che regolano il fenomeno nei diversi Stati membri e un confronto con la normativa italiana, *ex multis*, v. E. MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*, cit., (133 ss). Con riferimento alla medesima questione dal diverso angolo visuale della disciplina del mercato dei valori mobiliari, *ex multis*, v. E. MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell'evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell'investment-based crowdfunding in Europa*, in *Banca imp. soc.*, 2016, 283 ss.

<sup>27</sup> Per PMI innovative si intendono, ai sensi dell'art. 4, comma 1, del c.d. *Investment Compact* del 2015, le PMI, «come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE» che, costituite in forma di società di capitali, anche cooperativa, presentino i seguenti requisiti: abbiano la residenza in Italia, ai sensi dell'art. 73 del d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, o in uno degli Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'accordo sullo spazio economico europeo, purché abbiano una sede produttiva o una filiale in Italia (a); abbiano la certificazione del bilancio, eventualmente, anche consolidato (b); (ove si tratti di società per azioni) non abbiano azioni quotate in un mercato regolamentato (c); non siano iscritte nel «registro speciale» secondo quanto previsto d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, come convertito dalla l. 221/2012 (d). E, secondo quanto previsto dalla stessa norma, nella

collettivo del risparmio e alle società di capitali che investono prevalentemente in *start-up* innovative e in PMI innovative. In seguito, con il combinato disposto dell'art. 1, comma 70, della c.d. Legge di Bilancio 2017 (la l. 11 dicembre 2016, n. 232) con l'art. 57, comma 1, del relativo Decreto Correttivo (il d.l. 24 aprile 2017, n. 50) la possibilità di raccogliere capitale di rischio su portali on line è stata riconosciuta a tutte le PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata o di società per azioni, indipendentemente dal loro carattere innovativo, nonché agli organismi di investimento collettivo del risparmio e alle società di capitali che investono prevalentemente in PMI. In ultimo, l'art. 18, comma 8, del d.lgs. del 3 luglio 2017, n. 112, di revisione della disciplina in materia di impresa sociale, attraverso una nuova ed ulteriore modifica del TUF, ha previsto che anche le imprese sociali, costituite in forma di società di capitali o di società cooperativa, possano dotarsi dei mezzi necessari allo svolgimento dell'attività e al perseguimento dell'oggetto sociale

---

lett. (e), ai fini della loro qualificazione come «innovative», presentino almeno due dei seguenti requisiti: 1) un volume di spesa in ricerca, sviluppo e innovazione pari ad almeno il tre per cento del maggior valore tra costo della produzione e fatturato (dovendosi altresì annoverare, a tal fine, tra le spese in ricerca, sviluppo e innovazione, anche le spese relative allo sviluppo precompetitivo e competitivo, quali sperimentazione, prototipazione e sviluppo del piano industriale; le spese relative ai servizi di incubazione forniti da incubatori certificati come definiti dall'art. 25, comma 5, del d.l. n. 179/2012, come convertito dalla l. n. 221/2012; i costi lordi di personale interno e consulenti esterni impiegati nelle attività di ricerca, sviluppo e innovazione, inclusi soci ed amministratori; le spese legali per la registrazione e protezione di proprietà intellettuale, termini e licenze d'uso); 2) l'impiego di personale altamente qualificato (facendosi con ciò riferimento all'impiego di dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al quinto della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a un terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale); 3) il possesso, in qualità di titolari, depositarie o licenziatarie, di almeno una privativa industriale, relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale ovvero la titolarità dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore, purché tale privativa sia direttamente afferente all'oggetto sociale e all'attività di impresa.

mediante il ricorso all'*equity crowdfunding*. E, in tempi ancora più recenti, la c.d. Legge di Bilancio 2019 (la l. 30 dicembre 2018, n. 145) ha previsto che attraverso tali piattaforme operanti on line possano essere vendute non soltanto quote di partecipazione, ma anche obbligazioni e strumenti finanziari di debito delle PMI, nei limiti stabiliti dal codice civile.

In quest'ottica, anche la normativa secondaria è stata modificata<sup>28</sup>: dopo essere stato sottoposto a consultazione pubblica il 18 ottobre 2019, il c.d. Regolamento *Crowdfunding* è quindi stato adeguato al nuovo Regolamento UE 2017/1129 e alla c.d. Legge di Bilancio 2019.

Alla luce dei più recenti sviluppi normativi, la possibilità di ricorrere a tale modalità di finanziamento rappresentata dall'*equity crowdfunding* (e, più in generale, dal *crowdfunding*) riguarda oggi, nel nostro Paese, tutti i tipi di imprese costituite in forma di società di capitali o di società cooperative, anche a vocazione sociale, con un'unica limitazione, costituita dal rispetto dei parametri in presenza dei quali una società – indipendentemente dalla forma in cui sia costituita, dunque, dal suo *nomen iuris* – è qualificabile come PMI. Tale estensione desta, tuttavia, qualche perplessità.

### 3. *La rivoluzione del sistema attraverso la creazione di nuovi “valori” e la raccolta di Finanzkapital alla luce del processo di “disintermediazione”*

«Complice la notoria sottocapitalizzazione delle imprese italiane e la preoccupazione degli imprenditori di conservare il controllo societario con limitati esborsi finanziari, le esigenze di provvista delle imprese italiane sono state storicamente soddisfatte con il massiccio ricorso all'indebitamento bancario e, al più, quantomeno nelle società “chiuse”, all'emissione di prestiti obbligazionari, spesso sottoscritte

---

<sup>28</sup> Il Regolamento Consob (n. 18592 del 26 giugno 2013) è stato in realtà modificato, per la prima volta, in seguito all'entrata in vigore del c.d. *Investment Compact*, con la delibera n. 19520 del 24 febbraio 2016. Successivamente, con la con la delibera n. 20204 del 29 novembre 2017 e, ancora, con la delibera n. 20264 del 17 gennaio 2018 (c.d. Regolamento Consob *Crowdfunding*), adottata alla luce dell'emanazione del d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, di recepimento della c.d. Direttiva MiFID II (del 2014).

dai medesimi soci di controllo<sup>29</sup>. Nelle PMI invece il *funding* è stato storicamente garantito, oltre che dai finanziamenti delle banche, dai prestiti dei soci in c/c capitale, nelle diverse declinazioni del fenomeno»<sup>30</sup>.

Ora, da alcuni anni, la situazione è parzialmente cambiata per le società per azioni: quelle negoziate sui mercati regolamentati, soprattutto in presenza di operazioni di aumento di capitale, hanno vissuto una stagione di energica rivitalizzazione sia qualitativa sia quantitativa<sup>31</sup>, tanto da condurre a vigorose e reiterate revisioni normative e/o regolamentari in settori strategici per l'economia del Paese, quale quello finanziario, bancario e assicurativo; viceversa, le società “chiuse” hanno potuto comunque sempre ricorrere all'emissione di strumenti finanziari “ibridi”<sup>32</sup> diversi sia dalle azioni sia dalle obbligazioni che rappresentano una «diversa e più flessibile forma di finanziamento dell'impresa»<sup>33</sup>.

Non è stato così per le società a responsabilità limitata, i cui confini (indipendentemente dalle dimensioni raggiunte) sono sempre stati ben delimitati da regole che, nel loro insieme, ne hanno delineato un quadro «chiaramente costituito sul fondamento della rilevanza individuale del socio»<sup>34</sup>; rilevanza, che neppure l'entrata in vigore

---

<sup>29</sup> Per un approfondimento in ordine alle sottili differenze tra finanziamento, investimento e controllo, v. T. ASCARELLI, *Varietà di titoli di credito e investimento*, in *Problemi giuridici*, Milano, 1959, 687.

<sup>30</sup> Cfr. *Editoriale. Gli aumenti di capitale delle società quotate: una nuova era del «Finanzkapital»?*, L.A. Bianchi, P. Gualtieri, M. Notari (a cura di), in *Analisi giur. econ.*, 2017, 3 ss. (p. 4).

<sup>31</sup> Il che induce a ripensare attentamente alla centralità del “capitale finanziario”, non soltanto nel mercato italiano: cfr. L.A. Bianchi, P. Gualtieri, M. Notari (a cura di), *op. cit.*, p. 4.

<sup>32</sup> Per una panoramica più ampia in ordine a detti strumenti, *ex multis*, v. M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 433 ss.

<sup>33</sup> Cfr. C. LIMATOLA, *Strumenti finanziari “ibridi” e risanamento dell'impresa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 230 ss., il quale evidenzia la rilevanza strategica che la loro emissione può avere anche in presenza di un piano di rilancio dell'impresa in crisi, dal momento che permette alla società di autofinanziarsi mediante un alleggerimento dell'esposizione debitoria; in tal senso, v. anche G. D'ATTORRE, *Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi*, in *Notariato*, 2016, 273 ss.

<sup>34</sup> Cfr. M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una*

dell'art. 2483 c.c. ha messo in discussione, in considerazione proprio della congenita estraneità di questo tipo societario alla raccolta sul mercato di *Finanzkapital*<sup>35</sup>. Per questa ragione, anche tali imprese sono state, quindi, messe nelle condizioni di accedere a c.d. “mercati alternativi del capitale” servendosi di nuovi canali di distribuzione dei propri prodotti finanziari via internet, attraverso l'incentivazione della mobilitazione di risorse finanziarie di grandi masse e la possibilità per i singoli contribuenti di effettuare, per singoli progetti, versamenti sia pure molto modesti. Il che è, in concreto, reso possibile dall'esiguo costo della sollecitazione via internet e quindi dal fatto che – ove il progetto piace e gli aderenti sono numerosi – il capitale che si riesce a raccogliere può essere cospicuo, proprio perché frazionato tra un gran numero di contribuenti<sup>36</sup>.

Il processo di globalizzazione dei sistemi finanziari legato – anche, ma non soltanto – all'evoluzione dei mercati svoltasi all'insegna dell'affermazione dei mezzi tecnologici ha infatti condotto allo sviluppo di procedure e prodotti che, per quanto complessi sotto il profilo strutturale, hanno portato, negli ultimi anni, ad una realtà caratterizzata da un'estrema mobilità dei capitali e dalla conseguente possibilità di traslare, con modalità in alcuni casi sconosciute sino ad un recente passato, i rischi<sup>37</sup> dell'investimento effettuato con la sottoscrizione del titolo. Grazie all'innovazione tecnologica, si è cioè assistito ad una progressiva evoluzione nella creazione di nuovi «strumenti di cessione dei rischi creditizi» con la conseguente trasformazione degli affidamenti in attività negoziabili<sup>38</sup>; tale evoluzione ha comportato l'affermarsi di un fenomeno (in espansione) in grado di segnare il superamento dei tradizionali canoni di gestione del rischio stesso, fisiologicamente connaturato ad ogni tipo di

---

*ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 818 ss. (823).

<sup>35</sup> Tale espressione terminologica, utilizzata per rendere l'idea della società che si affaccia sul mercato per la raccolta del capitale, e riportata anche nel titolo del (presente) paragrafo, è mutuata da L.A. Bianchi, P. Gualtieri, M. Notari (a cura di), *op. cit.*, 3 ss.

<sup>36</sup> Cfr. G. FERRARINI, *op. cit.*, 211 e 215.

<sup>37</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, 21 ss. (29).

<sup>38</sup> Cfr. R.S. MASERA, *Il rischio e le banche*, Milano, 2001, 9; F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 29.

investimento.

Tuttavia, il dirompente sviluppo delle nuove tecnologie e dei sistemi di comunicazione, se da una parte ha comportato (come continuerà a portare) diversi progressi anche in ambito finanziario, dall'altra ha aperto la strada a numerosi dubbi, originati proprio dal confronto con una realtà in grado di scuotere irrimediabilmente i paradigmi sottostanti ad alcune costruzioni giuridiche<sup>39</sup>, in particolare – per quello che qui interessa (ma non soltanto) – del diritto delle società.

Ed invero, il successo di questo metodo di raccolta del capitale (*id est*, del pubblico risparmio) che risiede nel meccanismo di funzionamento del *crowdfunding* – ritenuto in sé una delle innovazioni tecnologiche più rilevanti degli ultimi anni, in grado di trasformare il sistema finanziario e rivoluzionare il sistema<sup>40</sup> *FinTech*<sup>41</sup> – è senz'altro ascrivibile alla crisi dei “valori” che, nell'ultimo decennio, visti anche gli effetti del dissesto economico che ha travolto alcuni dei più importanti colossi societari a livello mondiale, ha interessato la società, attraversando tutti i settori, in particolare, quello finanziario.

Infatti, l'enorme facilitazione dell'incontro diretto tra domanda ed offerta resa possibile dalla diffusione delle tecnologie digitali<sup>42</sup> e sottostante a questo modello di *business*, alternativo al tradizionale schema della intermediazione bancaria fra risparmio e credito, sembra potersi ascrivere appieno al più ampio processo di “disintermediazione” innescato da un nuovo modo di intendere i rapporti giuridici. Grazie al loro utilizzo, anche le transazioni

---

<sup>39</sup> Cfr. S. CAPACCIOLI, *Criptovalute e bitcoin: un'analisi giuridica*, Milano, 2015, 5.

<sup>40</sup> Cfr. COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *op. cit.*; A. ROSA, *op. cit.*, 978. (Per una più agevole individuazione dell'ambito di riferimento, v. anche nota succ.).

<sup>41</sup> Con il termine *FinTech* ci si riferisce ad un complesso ed articolato fenomeno legato all'applicazione della tecnologia al settore dei servizi finanziari, che «sta progressivamente entrando a far parte del linguaggio comune, come parimenti i riferimenti, *inter alia*, all'intelligenza artificiale (AI), agli algoritmi, ai *Big Data*, al *crowdfunding*, alle criptovalute o comunque alle diverse tecnologie emergenti applicate al settore della produzione e della distribuzione finanziaria»: cfr. M.T. PARACAMPO, *Introduzione, in FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, cit., XV.

<sup>42</sup> Cfr. E. BANI, *op. cit.*, 169.

tradizionali si sono sganciate dai vincoli derivanti dall'esistenza di regole imposte dall'ordinamento, con risultati, peraltro, tutt'altro che soddisfacenti, se si considerano i numerosi fallimenti incontro a cui sono andati i mercati in tempi recenti, nonostante la continua ricerca da parte del legislatore di strumenti in grado di garantire l'affidamento degli investitori<sup>43</sup> e tenerli al riparo il più possibile dal rischio di insolvenza dell'emittente. Il verificarsi di tali eventi in danno dei risparmiatori, già colpiti dalla crisi economica, ha causato una generale mancanza di fiducia nel sistema: così acuendo, in un critico circolo vizioso, la difficoltà delle imprese, soprattutto di quelle di piccole e medie dimensioni, di reperire capitale (di rischio o di credito).

In un panorama così frastagliato, il ricorso alla tecnica rappresentata dal *crowdfunding* mediante lo sfruttamento delle nuove tecnologie ha rivelato il suo potenziale *disruptive*, mostrandosi in grado di offrire la soluzione per sopperire a tale mancanza di fiducia, «quale elemento accessorio del capitale che oggi nel mondo della finanza istituzionale sembra – appunto – mancare quasi completamente»<sup>44</sup>, nonostante costituisca l'elemento portante di un sistema finanziario che possa dirsi “evoluto”<sup>45</sup>. In altri termini, persa la fiducia nelle regole poste dall'ordinamento, il sistema ha (avuto) bisogno di ritrovare nuova vitalità e l'ha ricercata nella creazione di “valori” diversi da quelli tradizionali, in grado di giustificare la ricerca di tecniche di scambio differenti e di eliminare, allo stesso tempo, l'intermediazione bancaria. Dunque, non è un caso che il sistema di finanziamento rappresentato dall'*equity crowdfunding* (e, più in generale, dal *crowdfunding*) trovi il suo punto di forza proprio in una “diffusa” forma di fiducia “collettiva”: per cui, più sono i finanziatori, più – crescendo il numero delle persone alla ricerca di opportunità di investimento vantaggiose – è forte l'incentivo a sentirsi parte di un progetto comune o comunque di una collettività.

---

<sup>43</sup> Per un approfondimento in ordine a tale problematica con specifico riferimento ad alcuni profili su cui si sono pronunciati di recente i giudici di legittimità, v. M. DI RIENZO, *Disciplina dei rapporti economici e tutela dell'affidamento*, Bari, 2019.

<sup>44</sup>Cfr. *L'alleanza tra Crowdfunding e Bitcoin apre scenari nuovi*, 2 febbraio 2014, *on line* in [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com).

<sup>45</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, 27.

Senonché, è evidente come la capacità di tale meccanismo di imporsi, ancora prima che il sistema di funzionamento del meccanismo in sé (considerato), imponga un ripensamento del «design della regolazione attuale»<sup>46</sup> coinvolgente gli assiomi (democratici) del diritto, non soltanto societario.

Proprio per questo motivo, il discorso stimola alcune considerazioni, oltre che sul piano societario, in ordine ai valori che tali scelte possono veicolare, anche in considerazione della possibilità di fare contestualmente ricorso, nella raccolta di capitale on line, ad un'altra tecnologia, la *blockchain*<sup>47</sup>, che in ambito *FinTech* (ma non solo), ha assunto particolare rilevanza per la sua «convenienza», rappresentata dall'assenza in essa di entità terze intermedie (cosa che comporta un minor livello dei costi da sostenere per effettuare le transazioni)<sup>48</sup>: ossia, da una forma di “disintermediazione” creditizia.

Così, sotto il primo profilo, deve osservarsi che la sua estensione a tutte le PMI, nel caso della società a responsabilità limitata, pone un chiaro problema di compatibilità con la struttura e le modalità di funzionamento di questo tipo societario. Davanti a quella che può essere considerata una “generalizzazione” degli strumenti finanziari “partecipativi”, emerge infatti con forza la necessità di interrogarsi sul significato di una simile scelta che, mentre sembra accorciare le distanze tra i diversi tipi di società capitalistiche, aprendo – indistintamente – la strada a forme di finanziamento sconosciute alla nostra tradizione civilistica, spinge a cercare nuove soluzioni interpretative, in grado di coniugare le esigenze delle imprese (soprattutto di quelle medio-piccole su cui grava una reale difficoltà di accesso al credito) con quelle degli investitori. Ciò, sia pure nell'ottica

---

<sup>46</sup> Cfr. U. MINNECI, *op. cit.*, 513, rif. a A. CANEPA, *Il design della regolazione in un'economia “uberizzata” fra problemi di definizione del mercato, tutela degli utenti e ricerca di regole efficaci*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, suppl., 17 ss.

<sup>47</sup> Per un approfondimento in ordine alle sue origini e alle sue caratteristiche, v. M. BELLEZZA, *Blockchain*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, cit., 217 ss.

<sup>48</sup> Cfr. A. CONTALDO, F. CAMPARA, *Blockchain, criptovalute, smart contract, industria 4.0.*, Pisa, 2019, 7. In tal senso, con specifico riferimento ai vantaggi legati all'utilizzo della *blockchain* nel settore finanziario, v. M. SIENA, *La tecnologia Blockchain: criticità dal punto di vista legale, prime applicazioni e prospettive*, in *Luiss Law Review*, 2019, II, 49 ss. (69 ss.).

di una possibile standardizzazione delle partecipazioni sociali<sup>49</sup> collocabili *on line*, che possano agevolare la comprensibilità dell'investimento e permettano allo stesso tempo di salvaguardare l'efficienza del mercato e la tutela dei risparmiatori; favorendo, allo stesso tempo, la «creazione di un mercato secondario organizzato»<sup>50</sup>, in grado di accrescere l'appetibilità dell'investimento attraverso la possibilità di un suo rapido e agevole smobilizzo<sup>51</sup>, ancora limitato dalla normativa attuale.

Sotto il secondo profilo, ma in una prospettiva unitaria che tenga conto del piano dell'indagine da cui ha preso avvio la riflessione, ci si deve invece interrogare sui riflessi che tali scelte e, più in generale, l'incentivo all'utilizzo delle nuove tecnologie, possono perpetrare sui principi democratici del diritto. Infatti se, da una parte, la tecnologia – in particolare e ancora di più, quella rappresentata dalla *blockchain*, sfruttabile dalle piattaforme che operano *on line*, soprattutto, nel caso di raccolta del capitale in forma virtuale, cioè di criptovalute – rappresenta il risultato di un'attività squisitamente scientifica, dall'altra, deve comunque sempre considerarsi come essa «sia prima di tutto frutto di un'attività umana»<sup>52</sup>. Ne deriva che, mentre è importante che la società non perda mai il contatto e il rapporto diretto con l'innovazione tecnologica, perché è (anche) grazie ad essa che può progredire ed evolversi, è fondamentale che l'utilizzo e la diffusione delle nuove tecnologie non travalichino mai i confini che delimitano principi e scelte di uno Stato democratico.

Ecco, allora, che l'indagine, pur condotta sul piano tecnico e con

---

<sup>49</sup> Per una panoramica sulle modifiche che ha recentemente subito la disciplina delle partecipazioni sociali della società a responsabilità limitata in forma di PMI, v. M. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive di diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, 2018, 335 ss.

<sup>50</sup> Cfr. U. MINNECI, *op. cit.*, 522 e 524, anche in nota n. 48, rif. a M. DE MARI, *Equity crowdfunding, PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare?*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 19 febbraio 2019.

<sup>51</sup> Cfr. U. MINNECI, *op. cit.*, 524.

<sup>52</sup> Cfr. G. ROMEO, *Tecnologie per democratizzare il digitale*, in *IlSole24Ore*, 3 novembre 2019, 14, nel quale viene messo in risalto «il lato umanistico dell'innovazione», richiamando proprio lo *slogan* del Festival della Tecnologia dal titolo «Tecnologia e umanità, tecnologia è umanità» (Politecnico di Torino, 7-10 novembre 2019).

uno sguardo al diritto societario e, specificatamente, alle norme dettate in materia di raccolta del capitale e di conferimenti, deve essere svolta in una prospettiva che, oltre a prendere in considerazione i vantaggi e i rischi legati all'utilizzo di tali strumenti, tenga conto dell'ulteriore interrogativo che può essere posto in riferimento al postulato rispetto di tali limiti, secondo un criterio assiologico.

#### 4. *Blockchain, criptovalute e cryptocrowdfunding: la raccolta di capitale nelle PMI nell'era della sharing economy*

L'assenza di intermediari nella gestione delle transazioni, mentre riduce nettamente i costi, comportando ingenti risparmi diffusi per l'intero sistema<sup>53</sup> e massimizzando le opportunità, pone non trascurabili problemi di sicurezza, oltre che di lotta al riciclaggio e alla criminalità, che lo sviluppo delle valute virtuali, in generale, e delle criptovalute, in particolare, rischia di accentuare.

Tuttavia, un utilizzo adeguato e ben regolamentato della DLT (*Distributed Ledger Technology*, tecnologia alla base della *blockchain*<sup>54</sup>) potrebbe portare ad una significativa riduzione di tali rischi e ad una contestuale implementazione nell'applicazione di tale tecnologia all'emissione di strumenti finanziari<sup>55</sup>, mediante il ricorso ad una tecnica non dissimile da quella con cui è stata «sancita la definitiva interruzione del collegamento tra il diritto incorporato in un titolo e la materiale consistenza cartacea del titolo medesimo»<sup>56</sup> propria della dematerializzazione<sup>57</sup>. Per questa via, potrebbe aversi

---

<sup>53</sup> Cfr. M. BELLINI, *Blockchain: cos'è, come funziona e gli ambiti applicativi in Italia*, in [www.blockchain4innovation.it](http://www.blockchain4innovation.it), 2017; A. CASALI, *Blockchain: i benefici concreti e le applicazioni più promettenti per 27 settori*, in [www.blockchain4innovation.it](http://www.blockchain4innovation.it), 2018; A. CONTALDO, F. CAMPARA, *op. cit.*, 28.

<sup>54</sup> Per una panoramica dettagliata, multidisciplinare, in ordine alla tecnologia rappresentata dalla *Distributed Ledger Technology* e ai rapporti tra questa e la *blockchain* nelle sue molteplici articolazioni, v. A. CONTALDO, F. CAMPARA, *ult. op. cit.*, 1 ss.

<sup>55</sup> Cfr. E. LA SALA, *L'applicazione della Distributed Ledger Technology all'emissione di strumenti finanziari di debito*, in *Società*, 2019, 715 ss.

<sup>56</sup> Cfr. A. BUSANI, C.M. CANALI, *Strumenti finanziari dematerializzati: circolazione, vincoli e conferimento in fondo patrimoniale*, in *Riv. not.*, 1999, 1059 ss.; E. LA SALA, *op. cit.*, 718.

<sup>57</sup> Per un'indagine più approfondita in ordine alla compatibilità tra la disciplina

una maggiore diffusione del c.d. *cryptocrowdfunding*, anche in considerazione del rilievo che le criptovalute sono andate man mano – e vanno sempre più – acquisendo, in ragione proprio della loro capacità di assolvere alla funzione di strumento in grado di riscuotere fiducia in risposta alla crisi finanziaria dell’ultimo decennio e di assecondare anche l’esigenza di individuare un’unità di conto legata proprio al mondo ormai interconnesso<sup>58</sup>.

È ben noto come l’utilizzo delle criptovalute, la più diffusa e conosciuta delle quali è senza dubbio il *bitcoin*, rappresenti un fenomeno globale che travalica le frontiere nazionali: della cui regolamentazione, vista l’esistenza di un quadro regolamentare frastagliato e tutt’altro che uniforme nella gran parte dei singoli Stati europei<sup>59</sup>, si sente, però ancora la mancanza.

Diversamente, in Italia, il d.lgs. 25 maggio 2017, n. 90<sup>60</sup>, ha introdotto una prima disciplina in materia di valute virtuali e criptovalute, modificando il d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231, di attuazione della Direttiva 2005/60/CE, concernente la prevenzione dell’utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo. Con l’emanazione di tale decreto, il legislatore italiano ha avuto il merito di fornire, per la prima volta a livello europeo ed internazionale, nell’art. 1, comma 2, lett. *qq*), una definizione di valuta virtuale (che sarà vista a breve, tenendo conto delle modifiche normative recentemente intervenute).

---

relativa all’emissione e alla circolazione degli strumenti finanziari prevista sia dal codice civile che dal TUF per i titoli dematerializzati e la loro emissione tramite la DLT, v. E. LA SALA, *op. cit.*, 720 ss.

<sup>58</sup> Cfr. S. CAPACCIOLI, *op. cit.*, 5.

<sup>59</sup> Cfr. M. MANCINI, *Valute virtuali e bitcoin*, in *Analisi giur. econ.*, 2015, 117 ss. (122 e nota n. 13, in cui l’A. evidenzia come l’unico ordinamento europeo che ha regolamentato il fenomeno già dal 2013 sia la Germania, rif. a G. ARAGÜENA, *Bitcoin: alla Germania il primato della regolamentazione*, on line alla pagina <https://www.key4biz.it/News-2014-02-13-Net-economy-bitcoin-germania-bafin-223018/13054/>).

<sup>60</sup> Di attuazione della *Direttiva UE 2015/849*, relativa alla «prevenzione dell’uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo e recante modifica delle Direttive 2005/60/CE e 2006/70/CE e attuazione del Regolamento (UE) n. 2015/847 riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e che abroga il Regolamento (CE) n. 1781/2006».

Alla luce di quanto previsto nel d.lgs. n. 90/2017, il Ministero dell'Economia e delle Finanze, allo scopo di censire e comprendere nei suoi diversi aspetti il fenomeno delle valute virtuali sul territorio nazionale, ha sottoposto a consultazione pubblica, in forma di schema di decreto ministeriale, la bozza di un altro e diverso decreto (pubblicato sul sito del Dipartimento del Tesoro del MEF, ma non ancora approvato) per realizzare una prima rilevazione sistematica del fenomeno, a partire dalla consistenza numerica degli operatori del settore che, per svolgere la loro attività sul territorio nazionale, avrebbero dovuto iscriversi in uno speciale registro tenuto dall'OAM («Organismo degli Agenti e dei Mediatori»). Ciò, anche in vista della pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea (ormai prossima al momento dell'entrata in vigore del d.lgs. n. 90/2017, il 4 luglio 2017) della Quinta Direttiva UE antiriciclaggio, contenente norme più rigorose in materia di prevenzione dei reati finanziari<sup>61</sup>.

La Direttiva (UE) 2018/843, nota come Quinta Direttiva antiriciclaggio, ha infatti previsto che i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valute virtuali debbano assolvere ad una serie di obblighi per evitare che le transazioni effettuate con le criptomonete possano essere utilizzate a fini illegali<sup>62</sup>. Tale Direttiva è stata recepita

---

<sup>61</sup> Cfr. *Comunicato Ufficio Stampa Ministero dell'Economia e delle Finanze* n. 22 del 2 febbraio 2018, [www.mef.gov.it](http://www.mef.gov.it).

<sup>62</sup> Nel *considerando n. 10*) della Quinta Direttiva (secondo capoverso) si legge: «Sebbene le valute virtuali possano essere spesso utilizzate come mezzo di pagamento, potrebbero essere usate anche per altri scopi e avere impiego più ampio, ad esempio come mezzo di scambio, di investimento, come prodotti di riserva di valore o essere utilizzate in casinò *on line*. L'obiettivo della presente Direttiva è coprire tutti i possibili usi delle valute virtuali»; nel *considerando n. 13*) viene aggiunto: «Dato il carattere evolutivo delle minacce e delle vulnerabilità legate al riciclaggio di denaro e al finanziamento del terrorismo, l'Unione dovrebbe adottare un approccio integrato per quanto concerne la conformità dei requisiti a livello dell'Unione con i regimi nazionali in materia, sulla base di una valutazione dell'efficacia di questi ultimi. Per monitorare il corretto recepimento dei requisiti dell'Unione nei regimi nazionali AML/CFT, la loro effettiva attuazione e la capacità di tali regimi di realizzare un efficace quadro di prevenzione, la Commissione dovrebbe basare la sua valutazione sui regimi nazionali AML/CFT, ferme restando le valutazioni condotte dalle organizzazioni e dagli enti di normazione internazionali con competenze nel campo della prevenzione del riciclaggio di denaro e della lotta al finanziamento del terrorismo, quali il GAFI o il comitato di esperti per la valutazione delle misure antiriciclaggio e del finanziamento del terrorismo». Per un

in Italia con il d.lgs. 4 ottobre 2019, n. 125<sup>63</sup>, che è entrato in vigore il 10 novembre 2019 e, oltre a inserire tra i soggetti destinatari degli obblighi AML (*Anti money laundering*) anche i prestatori di servizi di cambio tra valute virtuali e valute aventi corso legale e i prestatori di servizi di portafoglio digitale (fino a quel momento ad essi non assoggettati), è intervenuto espressamente sulla definizione di valuta virtuale fornita dall'art. 1, comma 2, lett. *qq*), del d.lgs. n. 90/2017.

Pertanto, oggi, ai sensi dell'art. 1, comma 2, lett. *qq*), del d.lgs. n. 90/2017, così come novellato e integrato dall'art. 1, comma 1, lett. *h*), del d.lgs. n. 90/2017, per valuta virtuale deve intendersi «la rappresentazione digitale di valore<sup>64</sup>, non emessa né garantita da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi o per finalità di investimento e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente»<sup>65</sup>.

Sebbene siano loro connotati molteplici rischi, proprio in ragione del fatto che non sono emesse da banche centrali, bensì da soggetti privati che operano sul web<sup>66</sup>, le valute virtuali sono riconosciute dal

---

approfondimento in ordine alle peculiarità di tale Direttiva (che sembrano essere poste in rilievo proprio dai suindicati considerando), v. N. MAINIERI, *Quinta direttiva europea antiriciclaggio: il decreto di recepimento 125/2019 entra in vigore*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 5 novembre 2019.

<sup>63</sup> Il quale è così rubricato: *Modifiche ed integrazioni ai decreti legislativi 25 maggio 2017, n. 90 e n. 92, recanti attuazione della direttiva (UE) 2015/849, nonché attuazione della direttiva (UE) 2018/843 che modifica la direttiva (UE) 2015/849 relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario ai fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo e che modifica le direttive 2009/138/CE e 2013/36/UE*.

<sup>64</sup> Così anche la Comunicazione della Banca d'Italia del 30 gennaio 2015, on line al seguente indirizzo: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-vigilanza/2015-01/20150130\\_III15.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-vigilanza/2015-01/20150130_III15.pdf).

<sup>65</sup> All'art. 1, comma 1, lettera *h*), del d.lgs. n. 125/2019 si deve l'aggiunta delle parole «né garantita» dopo (le parole) «non emessa» e delle parole «o per finalità di investimento» dopo (le parole) «di beni e servizi».

<sup>66</sup> In proposito, va chiarito che il fatto che le valute virtuali, in generale, si pongano in antitesi rispetto a quelle tradizionali proprio perché sono fondate su una «catena della fiducia collettiva tra le parti» non deve portare a pensare che la c.d. moneta virtuale sia in sé incompatibile con il sistema delle banche centrali e della intermediazione bancaria, in quanto nulla vieta che una moneta virtuale sia creata per volontà sovrana di uno Stato, che ne sia dichiarato il «corso legale» in quello stato, e che dunque divenga a tutti gli effetti una valuta nazionale: anche per un

legislatore come validi mezzi di pagamento, alternativi a quelli tradizionali, dematerializzati<sup>67</sup>. Il loro meccanismo di creazione e funzionamento si basa infatti sulla tecnologia della *blockchain*, «architettura tecnologica» sfruttabile da qualsiasi *cryptoasset*<sup>68</sup> che, come il *bitcoin*, rappresenti appunto una unità di calcolo e di valore utilizzabile nel mercato.

Esse sfruttano il meccanismo di crittografia che è alla base di diversi strumenti da tempo già in uso in molteplici ambiti (si pensi, ad esempio, alla firma digitale) e che, di fatto, può essere paragonata ad una specie di registro avente natura di “libro contabile diffuso”, scritto cioè in contemporanea in modo inalterabile su una serie di computers (tanti quanti sono gli utilizzatori stessi) sparsi per il mondo, talché per alterare una transazione registrata occorrerebbe intervenire su un numero imprecisato, oltre che sconosciuto, di essi con un sistema e una potenza di calcolo ad oggi indisponibile ancora prima che

---

approfondimento, cfr. S. CERRATO, *Negoziare in rete: appunti su contratti e realtà virtuale nell'era della digitalizzazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 423 ss. (453).

<sup>67</sup> Cfr. M. MANCINI, *op. cit.*, 117. Per approfondire ulteriormente l'indagine su valute virtuali e criptovalute, *ex multis*, v. D. CAPOTI, E. COLACCHI, M. MAGGIONI, *Bitcoin Revolution. La moneta digitale alla conquista del mondo*, Milano, 2015; G. LEMME, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin*, in questa *Rivista*, 2016, I, 381 ss.; R. BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2017, 27 ss.; v. P. IEMMA, N. CUPPINI, *La qualificazione giuridica delle criptovalute: affermazioni sicure e caute diffidenze*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 8 marzo 2018; V. DE STASIO, *Verso un concetto europeo di moneta legale: valute virtuali, valute complementari e regole di adempimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, 747 ss.; C. LANFRANCHI, *Profili giuridici delle valute virtuali*, in *Cyberspazio e diritto*, 2019, 43 ss.; P. CARRIÈRE, *Le “criptovalute” sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di “strumenti finanziari”, “valori mobiliari” e “prodotti finanziari”*; tra tradizione e innovazione, in questa *Rivista*, 2019, I, 117 ss.; G.L. GRECO, *Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e in-certezze regolamentari*, in questa *Rivista*, 2019, I, 61 ss.; M. SEMERARO, *Moneta legale, moneta virtuale e rilevanza dei conflitti*, in questa *Rivista*, 2019, I, p. 237 ss. Nella letteratura internazionale, *ex multis*, v. K. LOW, E. TEO, *Bitcoins and other cryptocurrencies as property?*, in *Law, Innovation and Technology*, 2017, 9, (2), 235 ss.; T. CUTTS, D. GOLDSTONE QC, *Bitcoin Ownership and its Impact on Fungibility*, *Coindesk* 14 giugno 2015, reperibile on line all'indirizzo [www.coindesk.com/bitcoin-ownership-impact-fungibility/](http://www.coindesk.com/bitcoin-ownership-impact-fungibility/).

<sup>68</sup> Cfr. A. CONTALDO, F. CAMPARA, *op. cit.*, 3.

inimmaginabile<sup>69</sup>. In modo molto semplificato, può infatti dirsi che sono memorizzate sui computers di ogni utilizzatore in appositi portafogli digitali (chiamati *e-wallets*) e, all'occorrenza, trasferite o negoziate elettronicamente<sup>70</sup>: si realizza in questo modo una catena di operazioni identificate per blocchi, il cui codice è, di volta in volta, generato da un algoritmo sulla base di quello del blocco determinato dall'operazione di acquisto o cessione di valute che precede.

Grazie a questa modalità di funzionamento, le criptovalute sembrano essere oggi in grado di raccogliere fiducia, in quanto – rispetto alle tecnologie preesistenti – è (*rectius*, sarebbe) proprio la *blockchain* in sé (quale meccanismo su cui si fonda il loro sistema di creazione e scambio) ad offrire una certa sicurezza e affidabilità. Sennonché, tali caratteristiche, intanto sono riconosciute dalla collettività (degli utilizzatori) in quanto, sul piano tecnico, discendono dall'utilizzo della tecnica crittografica che rende immodificabili e irrevocabili le informazioni e le transazioni immesse nel sistema, ma alla base del «meccanismo del consenso che dà garanzia circa l'onestà delle condotte dei partecipanti»<sup>71</sup> vi è ancora una volta quella esasperata ricerca di “fiducia” in strumenti e “valori”, anche non strettamente economici, differenti da quelli tradizionali a cui l'innovazione tecnologica e la “comunità virtuale” sembra offrire una immediata e facile risposta.

Da quest'angolo visuale, non stupisce che (per tutto quello che si è in precedenza detto) si assista con sempre maggiore frequenza alla nascita di nuove criptovalute, come “Libra”, il cui lancio è stato proposto di recente da uno dei più utilizzati e diffusi *social* del momento (*Facebook*) ed è in questo momento sotto la lente delle principali Autorità a livello europeo e mondiale.

Al contrario, tale dato induce ad un'attenta riflessione sotto un

---

<sup>69</sup> Cfr. M. MICCOLI, *Bitcoin fra bolla speculativa e controllo antiriciclaggio*, in *Notariato*, 2018, 151 ss.

<sup>70</sup> Cfr. M. MANCINI, *op. cit.*, 117.

<sup>71</sup> Cfr. A. CONTALDO, F. CAMPARA, *op. cit.*, 7: «mentre diversamente, in caso di attacco rivolto ad un nodo (della catena) – con conseguente suo danneggiamento – la garanzia è data dal fatto che gli altri nodi, *in primis*, non vengono intaccati nelle loro attività e operatività attuali, *in secundis*, non perdono le informazioni e lo storico delle transazioni già registrate, e infine intervengono a riparare il ramo danneggiato della catena».

duplice profilo (che tenga, cioè, conto dei piani di indagine cui si è già fatto riferimento).

Se si guarda a tale fenomeno nell’ottica del diritto societario, non sembra – in apparenza – intravedersi alcuna ragione per cui negare il loro utilizzo ai fini di una più agevole raccolta del capitale da parte delle PMI, sia di quelle costituite in forma di società per azioni, sia di quelle aventi forma di società a responsabilità limitata, le quali, seguendo il solco tracciato dalle ultime riforme (che, di fatto, hanno già portato ad uno stravolgimento degli schemi del diritto societario “classico”) potrebbero così avere accesso a forme di finanziamento che, nell’era della *sharing economy*<sup>72</sup>, possono comunque rivelarsi vitali per un’impresa di piccole e medie dimensioni (verificheremo a breve se solo a titolo di finanziamento o anche di conferimento imputabile a capitale).

Infatti, dal punto di vista dell’impresa, la rete e, in particolare, i social network appaiono – e probabilmente sono, se si pensa al rilievo che alcuni di essi ormai hanno nella nostra vita e al loro peso sulle nostre scelte – «un formidabile serbatoio di clientela dotato di elevate potenzialità di sfruttamento commerciale», rispetto a cui non sembra esagerato parlare di «un collettore organizzato di illimitate informazioni o dati personali di ciascun utente che consente pratiche di profilazione assai precise»<sup>73</sup>. Stante questa sua capacità di

---

<sup>72</sup> L’espressione fa riferimento a D. RESTUCCIA, *Il notaio nel terzo millennio, tra sharing economy e blockchain*, in *Notariato*, 2017, 53 ss., il quale, posta l’asserita capacità della tecnologia fornita dalla *blockchain* di instaurare un sistema di controllo decentralizzato capace di garantire le transazioni di merci e/o la proprietà, svolge un’interessante indagine sul ruolo del notaio, il quale – davanti all’utilizzo del *bitcoin* e di altre valute virtuali – dovrebbe, in generale, mantenere, il ruolo di garante per il corretto svolgimento di quelle operazioni che, come in ambito societario, non possono prescindere da un suo intervento. Sulla rilevanza di tale controllo in materia societaria, ove vengono in rilievo fattispecie non sottraibili alla competenza di un notaio, v. anche F. FELIS, *L’uso di criptovaluta in ambito societario. Può creare apparenza?*, nota a App. Brescia, 30 ottobre 2018 e Trib. Brescia, 25 luglio 2018, decr., in *Società*, 2019, 39 ss.

<sup>73</sup> Cfr. S. CERRATO, *op. cit.*, 436, (429 ss.), al quale si rinvia per una rilevante indagine sul punto, rispetto a cui l’A. evidenzia e spiega, in maniera esemplificativa, come un’impresa attiva sui *social network* possa avere dallo sfruttamento di essi un significativo ritorno economico, considerando che la stessa, ove attiva in rete, in linea generale (e quantomeno fino a prova contraria), non si presume «animata da spirito “sociale” né che sfrutti la tecnologia virtuale per soddisfare una personale (ed

raccogliere clientela<sup>74</sup>, essa beneficia chiaramente degli effetti di quella che – tanto più per una PMI – è una vera e propria strategia comunicativa: è pertanto chiaro che la raccolta di *Finanzkapital* on line secondo tali modalità può rivelarsi una scelta vincente. Ciò, tanto più se si considera che la Legge di Bilancio 2019 (a cui si è fatto in precedenza cenno) ha riconosciuto alle piattaforme di *crowdfunding* di collocare on line non soltanto quote di partecipazione, ma anche obbligazioni e titoli di debito, nei limiti di legge: dunque, a condizioni e con vincoli «funzionali a tutelare il risparmio anonimo», proprio in quanto risparmio «inconsapevole»<sup>75</sup>.

Sembra pertanto opportuna una pur breve analisi (quale quella svolta nel paragrafo che segue) sul ruolo che le criptovalute potrebbero avere nel diritto societario<sup>76</sup>, alla luce di un più diffuso, corretto e ben regolamentato ricorso al loro utilizzo mediante la tecnica del *cryptocrowdfunding*: volendo, con questo termine, riferirsi ad un'operazione di raccolta in grado di contemperare i principi che regolano criptovalute e valute virtuali, a tutela dell'impresa stessa e dei suoi creditori, con le esigenze di intermediazione sottostanti alle norme sul *crowdfunding*, poste a tutela dell'investitore. Ed invero, in questa sede, è appena il caso di considerare – per completezza, e senza

---

umana) esigenza di partecipare ad una vita di comunità».

<sup>74</sup> A completamento di quanto appena detto, si tenga presente che, nel quadro delineato, l'impresa trae un rilevante vantaggio competitivo anche da un altro fenomeno che accentua la sua stessa capacità di acquisire clienti, basato sulla possibilità che essa ha, nella *digital economy*, di fare uso di algoritmi sempre più sofisticati, per raccogliere, immagazzinare e analizzare dati che le consentono di rivolgersi ad un pubblico mirato e offrire di volta in volta prodotti personalizzati rispetto alle esigenze dei consumatori: cfr. F. VESSIA, *Big Data e profili di concorrenza*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, cit., 81 ss. (84), a cui si rinvia per un approfondimento sul punto.

<sup>75</sup> Cfr. P. SPADA, *op. cit.*, 804, rif. a *Relazione a d.lgs. n. 6/2003*: «In proposito, si è ricercato un equilibrio tra l'esigenza di rendere praticabile ed utile per la società a responsabilità limitata l'accesso a queste forme di finanziamento e quella di assicurare la necessaria salvaguardia degli interessi dei risparmiatori».

<sup>76</sup> Con riferimento ai possibili vantaggi legati all'utilizzo delle criptovalute, alle potenzialità e ai limiti della *blockchain* in ambito societario, v. F. QUARTA, *Gestione in forma cooperativa di beni e servizi d'interesse pubblico. Il finanziamento dell'impresa alla prova di blockchain e criptovalute*, in questa *Rivista*, 2019, I, 341 ss.

pretesa di esaustività – che benché, nella prassi, la raccolta di capitali mediante l’uso di criptovalute sia frequentemente avvenuta con un altro tipo di operazione basata anch’essa sulla *blockchain*, le ICOs (*Initial Coin Offerings*)<sup>77</sup>, in cui l’impresa può emettere *token* con struttura e funzioni differenti<sup>78</sup>, il ricorso a questa (altra e diversa)

---

<sup>77</sup> La diffusione e il successo che hanno avuto le ICOs e che negli anni sono state promosse da diversi enti collettivi e persino da persone fisiche, a fini imprenditoriali, sono dipesi fondamentalmente dalla mancanza di una adeguata e specifica regolamentazione che, oltre a lasciare per lungo tempo il fenomeno deregolamentato, ha facilitato proprio il processo di avvio delle stesse: cfr. R. GARAVAGLIA, *Tutto su Blockchain. Capire la tecnologia e le nuove opportunità*, Milano, 2018, 124. Per approfondire, *ex multis*, v. S. BRUNO, *Le initial coin offerings in una prospettiva comparatistica*, in *Riv. not.*, 2018, 1307 ss.; P.P. PIRANI, *Gli strumenti della finanza disintermediata: “Initial Coin Offering” e “blockchain”*, in *Analisi giur. econ.*, 2019, 327 ss.; M. NICOTRA, *ICO Initial Coin Offering: una ricostruzione giuridica del fenomeno*, in [www.blockchain4innovation.it](http://www.blockchain4innovation.it), 17 marzo 2019; ID., *Il regime giuridico delle ICOs. Analisi comparata e prospettive regolatorie italiane*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 24 aprile 2019; A. CONTALDO, F. CAMPARA, *op. cit.*, 26. In ambito internazionale, *ex multis*, v. S. OMAROVA, *Understanding ICOs: In Code We (Shouldn't) Trust*, in *Jotwell: The Journal of Things We Like (Lots)*, (may) 2019, 1; N. ESSAGHOOLIAN, *Initial Coin Offerings: Emerging Technology's Fundraising Innovation*, in *UCLA Law Review*, 2019, 1, 294 ss.; V. BURILOV, *Regulation of Crypto Tokens and Initial Coin Offerings in the EU*, in *European Journal of Comparative Law and Governance*, 2019, 2, 146 ss.; W.L. FITTS, *Initial Coin Offerings: Gettings Rid of the Venture Capitalist*, in *Transactions: the Tennessee Journal of Business Law*, 2019, 927 ss.

<sup>78</sup> In proposito, va ricordato che essi possono essere classificati, in base ad un criterio generale (e, quindi, inclusivo delle molteplici e diversificate tipologie di *token* che possono venire di volta in volta in rilievo nella realtà giuridica) in: *token* di pagamento (c.d. *payment token*, assimilabili alle criptovalute), *token* di investimento (i quali, a seconda della loro connotazione specifica e dell’ordinamento giuridico al quale ci si riferisce, possono avere natura di *security token* o di *investment token*) e di utilizzo (c.d. *utility token*). In alcuni casi, essi possono inoltre avere natura di strumenti “ibridi”, in quanto possono essere collegati a un servizio o un bene da rendere in futuro, per cui “l’incasso” della “prevendita” è destinato a finanziare a sua volta un progetto da realizzare (su quest’ultimo punto, cfr. F. MURINO, *Il conferimento di token e di criptovalute nelle S.r.l.*, nota a App. Brescia, 30 ottobre 2018 e Trib. Brescia, 25 luglio 2018, *decr.*, in *Società*, 2019, 29 ss. (part. 33). Va tuttavia detto che, nel nostro ordinamento, ancora oggi non esiste una definizione precisa ed omnicomprensiva di (tutti i tipi di) *token*, per cui, al di fuori della normativa comunitaria (in particolare, dell’ESMA e dell’EBA), può farsi riferimento (con le dovute distinzioni e con le necessarie cautele) alla regolamentazione offerta, in questo settore, da Paesi come la Repubblica di San

tecnica per la raccolta di capitale non sembra offrire idonee garanzie, in quanto in essa può essere completamente assente qualsiasi forma di controllo da parte di un soggetto terzo<sup>79</sup>. Il che, rende concreto il rischio di abuso della fiducia dei potenziali sottoscrittori (dei *token*) da parte della proponente e conduce ad affermare che un investimento finanziario di questo tipo – considerando che le ICOs sarebbero (*rectius*, sono) comunque condizionate nella loro utilizzazione dall'estrema volatilità delle criptovalute e dalla circostanza che queste

---

Marino, Malta e la Svizzera. In questa prospettiva, va pertanto specificato che, mentre l'art. 1, comma 1, lett. r), del decreto delegato 23 maggio 2019, n. 86, della Repubblica di San Marino definisce i *token* come «una serie di dati informatici in forma aggregata tra loro e archiviati su *Blockchain* che incorporano, a seconda dei casi: beni fungibili tra loro, servizi, diritti di credito, diritti amministrativi, partecipativi e/o di qualsiasi altra natura, ovvero che servano come strumento di scambio e che siano univocamente riconducibili ad un Indirizzo Pubblico» (per poi indicare, nelle successive lettere s) e t), cosa debba intendersi per *token* di investimento e *token* di utilizzo), la suindicata distinzione corrisponde, sostanzialmente, a quella tracciata nell'ordinamento giuridico svizzero (ma riferibile, con gli opportuni adattamenti, anche al nostro sistema), dalla FINMA-*Financial Market Supervisory Authority* nella guida pratica ICOs, *Roundtable on ICOs*, del 16 febbraio 2018, disponibile *on line* al seguente indirizzo: <https://www.finma.ch/it/autorizzazione/fintech/ico-roundtable>. Per un approfondimento, v. anche F. SARZANA, *Blockchain: San Marino alla prova degli ICO e dei Token digitali. Prodotti finanziari o strumenti finanziari?*, *on line* all'indirizzo [www.fulviosarzana.nova100.ilsole24ore.com](http://www.fulviosarzana.nova100.ilsole24ore.com).

<sup>79</sup> Per un interessante approfondimento in ordine ai rapporti tra *cryptoassets* e *token*, con particolare riguardo alla loro natura e alla circostanza che gli uni e gli altri possono assumere le connotazioni di veri e propri strumenti finanziari, “intrecciandosi” laddove le criptovalute si trasformino in strumenti di reperimento di capitale sul mercato, mentre i *token* emessi nell'ambito di operazioni di ICOs possono assumere caratteristiche tali da renderli assimilabili, più che a strumenti o prodotti finanziari, a mezzi di pagamento, assottigliandosi in questo caso il confine con le criptovalute, nonché (con riguardo) al ruolo che gli uni e gli altri possono avere nell'ambito di particolari operazioni di *crowdfunding*, v. F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle Trading Venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla Distributed Ledger Technology*, in [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it). Con specifico riferimento all'utilizzo della DLT nell'emissione di dette tipologie di prodotti e strumenti finanziari, anche alla luce dei contenuti del Report dell'ESMA, *The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*, 501121423017-285, 7 febbraio 2017, v. ID., *Distributed Ledger Technology e mercato finanziario: le prime posizioni dell'ESMA*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, cit., 229 ss.

operano in assenza di un contesto regolatorio ben delineato, come di un panorama giurisprudenziale e dottrinario uniforme<sup>80</sup> – possa farsi rientrare a pieno titolo tra quelli con un “elevato profilo di rischio”, con l’aggravio di un pericoloso vuoto di tutela per gli investitori e un ulteriore, potenziale, effetto destabilizzante per il mercato.

Se però – riprendendo qui le fila del discorso, con riferimento alle criticità che, su un piano più ampio rispetto a quello del solo diritto societario, presentano tali strumenti – si prescinde dall’entusiasmo iniziale (legato all’idea del loro possibile sfruttamento per agevolare il finanziamento delle PMI), ci si rende subito conto di come in realtà l’innovazione tecnologica insita nelle tecniche di cui si è fin qui parlato rappresenti molto più che una forma di progresso scientifico: sia cioè portatrice di “valori” dal significato complesso, in grado di mettere, pericolosamente, in discussione i cardini del diritto “classico” e travolgere i principi “democratici” su cui esso si regge.

È ormai noto che la tecnica rappresentata dalla *blockchain*, pur molto complessa nel suo meccanismo di funzionamento e priva di una disciplina organica, oggi abbia già trovato una rilevante applicazione nell’ambito finanziario proprio in ragione del fatto che (come si è tentato di dimostrare) consente di ridurre i costi di agenzia, mediante l’eliminazione dei c.d. *middlemen*<sup>81</sup>: vale a dire «dei soggetti che a livello centrale validano determinate transazioni, scambi, registri e la sostituzione degli stessi con un meccanismo di consenso basato sulla crittografia che consente a tutti i partecipanti alla rete di poter prestare fiducia sulla legittimità di una determinata transazione, senza la necessità che la stessa sia in qualche modo validata da un soggetto centrale di natura pubblicistica o para-pubblicistica»<sup>82</sup>.

Se tali e tanti (altri) sono i vantaggi che essa può apportare nell’ambito delle materia societaria, anche nell’ottica

---

<sup>80</sup> Cfr. M. SIENA, *op. cit.*, 70.

<sup>81</sup> Così V. GUPTA, *The Promise of Blockchain Is a World Without Middlemen*, in *Harvard Business Review*, 6 marzo 2017, *on line* al seguente indirizzo: <https://hbr.org/2017/03/the-promise-of-blockchain-is-a-world-without-middlemen>.

<sup>82</sup> Cfr. M. BELLEZZA, *op. cit.*, 218, il quale evidenzia come l’ideatore della tecnologia sviluppata da Satoshi Nakamoto che è alla base e regola il funzionamento del *bitcoin* abbia teorizzato la stessa al fine di consentire lo scambio di moneta virtuale (in modo sicuro e in tempo reale tra più soggetti) senza la necessità che la transazione sia validata da un’autorità centrale, rif. anche a V. GUPTA, *op. cit.*

dell'organizzazione e del funzionamento interno delle società stesse (soprattutto di quelle fortemente polverizzate)<sup>83</sup>, fortemente problematici appaiono, tuttavia, in punto di diritto, l'ampio utilizzo e la diffusione di questa tecnica – peraltro, tutt'altro che immune da interferenze e vulnerabilità<sup>84</sup> – in un settore così delicato qual è quello della (creazione di) moneta, la cui regolamentazione è, storicamente, stata riservata allo Stato e così percepita dalla collettività. A conferma di ciò, si pensi a quanto previsto nell'ambito della disciplina dei titoli di credito dall'art. 2004 c.c., per il quale, al di fuori dei casi stabiliti dalla legge, è vietato emettere titoli al portatore contenenti «l'obbligazione di pagare una somma di denaro», che possano cioè considerarsi sostitutivi di quest'ultimo. Ugualmente problematico appare, inoltre, il ricorso ad essa in riferimento a tutte quelle operazioni nell'ambito delle quali sia prevista l'emissione di strumenti finanziari o di titoli rappresentativi di quote di capitale (come può accedere nel caso delle ICOs di *token* di investimento). Ciò, proprio in considerazione della rilevanza che in questi casi può, in generale, assumere sul piano economico – e, di riflesso, sul mercato – la creazione di “valori” alternativi a quelli tradizionalmente ammessi dal legislatore (e dalle Autorità competenti), la cui diffusione, unitamente alla personalizzazione dell'offerta dei relativi servizi finanziari, può divenire pericolosa, anche, e soprattutto, alla luce delle grandi «asimmetrie di conoscenza e di ricchezza» che caratterizzano l'odierna società dell'informazione<sup>85</sup>.

---

<sup>83</sup> Per una disamina di alcuni dei possibili vantaggi che questa tecnologia può offrire, anche dove applicata in combinazione con un altro strumento, rappresentato dallo *smart-contract* (definito dal c.d. Decreto Semplificazioni (la l. 11 febbraio 2019, n. 12) «un programma per elaboratore che opera su Tecnologie basate su registri distribuiti la cui esecuzione vincola automaticamente due o più parti sulla base di effetti predefiniti dalle stesse» che, cionondimeno, «soddisfano il requisito della forma scritta previa identificazione informatica delle parti interessate, attraverso un processo avente i requisiti fissati dall'Agenzia per l'Italia digitale con linee guida da adottarsi entro novanta giorni dall'entrata in vigore della legge di conversione del (relativo) decreto legge», v. M. SIENA, *op. cit.*, 59 ss.

<sup>84</sup> Come peraltro dimostrato dal fallimento del progetto DAO: per un approfondimento, v. M. SIENA, *op. cit.*, 62 ss.

<sup>85</sup> Cfr. M. LOMBARDI, *Capitalismo della sorveglianza, come salvarci dalle nuove derive dell'economia*, on line all'indirizzo <https://www.agendadigitale.eu/cultura-digitale/capitalismo-della-sorveglianza-come-salvarci-dalle-nuove-derive-delleconomia-globale>, part. rif. a S. ZUBOFF, *The Age of Surveillance Capitalism*.

Senonché l'impressione è che, in una fase di depressione economica come quella attuale, la società (come si è detto) sia alla ricerca di nuovi punti di riferimento e sia per questo disposta ad alimentare, senza rendersene forse nemmeno conto, gli interessi di nuove *lobby*.

5. *Il conferimento di criptovalute nelle PMI: (brevi) considerazioni a margine di una recente giurisprudenza di merito*

È evidente, alla luce di tutto quello che si è fin qui detto, come la criptovaluta, in sé considerata, costituisca un segno di rottura rispetto agli schemi economico-giuridici tradizionali, per il fatto di essere caratterizzata, nel suo momento genetico, da una spontaneità che, complice l'evidenziata assenza di un organismo centrale di emissione e la mancanza di un mercato di scambio regolamentato (ad eccezione di pochissimi casi, o forse dell'unico al momento noto, legato al *bitcoin*), la rende estremamente volatile, proprio perché la "moneta" che essa rappresenta si genera grazie soltanto all'operatività di software installati su una pluralità di terminali, tra loro interconnessi, secondo le regole codificate, appunto, *ex ante* nel software stesso<sup>86</sup>, nella cui garanzia di funzionamento risiede, come si è detto, la fiducia riposta in essa dalla comunità.

Nella sua manifestazione reale, essa può tuttavia essere definita alla stregua di un documento digitale «esprimente un segno convenzionale», che viene associato ad un individuo determinato per il tramite di codici informatici: può infatti dirsi che, in essa, «la tecnologia sopprime all'assenza di un supporto documentale fisico mobile, replicando nell'ambiente digitale l'unicità della documentazione e una forma di apprensione esclusiva»<sup>87</sup>. È proprio per queste sue caratteristiche che ricorda, dunque, la tecnica di

---

*The Fight for a Human Future at the New Frontier of Power, Public Affairs*, New York, 2019 (trad. it. *Il Capitalismo della Sorveglianza. Il futuro dell'umanità nell'era dei nuovi poteri*, Luiss University Press (a cura di), Roma, 2019).

<sup>86</sup> Cfr. M. CIAN, *La criptovaluta. Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 315 ss. (317).

<sup>87</sup> Cfr. M. CIAN, *La criptovaluta. Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, cit., 330.

registrazione e movimentazioni elettroniche poste a fondamento della dematerializzazione e della gestione accentrata dei titoli, appunto, dematerializzati. Con la differenza che, mentre nei primi l'irriproducibilità del documento e la correttezza delle annotazioni sono garantite da una struttura istituzionale (la Monte Titoli S.p.a. che, ad oggi, detiene ancora l'unico sistema esistente per la gestione accentrata delle azioni e degli altri strumenti finanziari emessi dalle società previste dalla legge ed individuati dalla Consob), nel caso delle criptovalute tale garanzia di efficienza non ha carattere istituzionale, bensì fiduciario<sup>88</sup>. Il che, stante l'aleatorietà di un simile meccanismo – basato, appunto, sulla fiducia nel funzionamento di un algoritmo che opera comunque su impulso dei soggetti che di volta in volta intervengono nell'operazione –, se si apre la strada all'applicazione delle relative norme al *cryptocrowdfunding*, rischia indubbiamente di porre un problema di certezza dei traffici giuridici e, più in generale, del diritto.

Cionondimeno, se tali sono – come sono – le caratteristiche delle criptovalute, è giustificato chiedersi, nella prospettiva d'indagine adottata, che ruolo esse potrebbero effettivamente avere nella raccolta del risparmio nelle PMI e cioè se, alla luce dei principi su cui si fonda la disciplina delle società di capitali, sia ammissibile un ripensamento delle norme sul *crowdfunding* in ragione della idoneità (o meno) delle criptovalute ad essere oggetto di conferimento, piuttosto che semplice strumento di finanziamento.

Come ben noto, l'importanza del capitale in queste società è collegata direttamente alla responsabilità limitata dei soci, in quanto rappresenta l'unica garanzia offerta ai creditori. Per tale ragione, ancora oggi, nonostante si sia nel tempo assistito ad un progressivo snellimento dello stesso, divenuto man mano più «leggero»<sup>89</sup>, non può

---

<sup>88</sup> Cfr. M. CIAN *La criptoaluta. Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, cit., 331.

<sup>89</sup> Cfr. L. DE ANGELIS, *Dal capitale «leggero» al capitale «sottile»: si abbassa il livello di tutela dei creditori*, in *Società*, 2002, 1456 ss., nel quale l'A. – già all'indomani dell'emanazione della l. delega 3 ottobre 2001 n. 366 per la riforma del diritto societario – prospetta l'idea di un progressivo sminuimento delle previsioni poste, in tal senso, a tutela dei creditori, e rileva come nel complesso il loro livello di protezione non fosse destinato ad aumentare rispetto a quello esistente: di fatto, anticipando il sorgere di un fenomeno quale quello a cui si è assistito con le riforme degli ultimi anni, culminato nella introduzione, nel 2012, della figura della società a

che attribuirsi un ruolo cardine alle norme dettate in materia di conferimenti che, nell'ambito dei modelli capitalistici, appaiono ispirate a principi transtipici.

In quest'ottica, acquista particolare rilievo la circostanza per cui, nelle società a responsabilità limitata, come anche nelle società per azioni (nonostante nell'ambito della loro disciplina manchi una norma esplicita in tal senso), il primo dei presupposti previsti dalla legge in ordine ai conferimenti ammessi – con le opportune distinzioni, soprattutto in riferimento alle prestazioni d'opera e servizi – sia costituito dalla suscettibilità ad essere oggetto di valutazione economica: dovendosi quest'ultima interpretare come idoneità a rappresentare un valore non solo per i soci, ma anche per i terzi, misurabile pertanto «secondo parametri il più possibile oggettivi»<sup>90</sup>. Rinviando ad altra sede ogni più ampio discorso in ordine alla natura di bene della criptovaluta<sup>91</sup>, si deve dunque muovere da questo presupposto per compiere una (seppure breve) indagine in ordine all'interrogativo che ci si è posti circa l'imputabilità a capitale delle criptovalute. È evidente, infatti, come da una risposta affermativa (ad esso) dipenda, in ultima battuta, la possibilità di ammettere che il ricorso alla tecnica del *cryptocrowdfunding* sia compatibile, nelle società capitalistiche, con l'emissione di titoli rappresentativi di partecipazioni (*id est*, di quote) a cui il legislatore, in contrasto con la tradizione, sembra avere in qualche modo aperto la strada.

Ora, nonostante in materia non si sia ancora formato un

---

responsabilità limitata semplificata che, pur prevedendo, allo stato attuale – alla luce delle ultime modifiche legislative – un articolato e tutt'altro che semplice sistema di formazione delle riserve, può avere un capitale sociale minimo anche di un solo euro.

<sup>90</sup> Cfr. G. ZANARONE, *sub artt. 2464-2465*, in *Commentario del codice civile diretto da Gabrielli*, Torino, 2015, 215 ss. (p. 217).

<sup>91</sup> Per un'approfondita disamina giuridica sulla sua specifica natura di bene, anche in relazione ai concetti di moneta e di mezzo di pagamento, *ex multis*, v. M. KROGH, *Transazioni in valute virtuali e rischi di riciclaggio. Il ruolo del notaio*, in *Notariato*, 2018, 155 ss. (part. 158); S. CERRATO, *op. cit.*, 457 ss. In senso più generale, v. G.L. GRECO, *Monete complementari e valute virtuali*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, cit., 197 ss.; AA.VV., *Le valute virtuali*, in *FinTech*, F. Fimmandò, G. Falcone (a cura di), Napoli, 2019, 291 ss. Per un'indagine in un'ottica legata alle sue caratteristiche squisitamente tecniche, v. A. CONTALDO, F. CAMPARA, *op. cit.*, 181.

orientamento giurisprudenziale significativo, deve darsi atto del fatto che, sul punto, sono recentemente intervenuti alcuni provvedimenti della giurisprudenza di merito, del Tribunale e dalla Corte di Appello di Brescia<sup>92</sup>. Chiamate a pronunciarsi sulla questione relativa al conferimento di criptovalute in una società a responsabilità limitata, Tribunale e Corte di Appello sono pervenuti alla stessa conclusione, negandone l'ammissibilità, benché sulla scorta di motivazioni assai diverse.

Alla luce delle peculiarità che presentano le monete virtuali, non può ritenersi che al loro conferimento (in una società di capitali) possa applicarsi la disciplina dei conferimenti in denaro *ex art. 2464, comma 3, c.c.*, in quanto ad esse, a prescindere dalla loro estrema volatilità, non può attribuirsi né la funzione solutoria propria dello stesso né quella di una moneta estera: poiché – come si è detto – non esiste un'Autorità centrale che ne regoli l'erogazione, è infatti impossibile parlare di valuta avente corso legale idonea a costituire «mezzo non rifiutabile di adempimento delle obbligazioni (*ex artt. 1277 c.c. e 1195 c.c.*)»<sup>93</sup>.

Esclusa tale possibilità, rimane (*rectius*, rimarrebbe) soltanto quella di considerare il conferimento di *cryptoassets* come conferimento in natura. Senonché è sotto questo profilo che vengono in rilievo le maggiori perplessità.

In una simile ipotesi, il problema legato all'effettiva acquisizione del conferimento potrebbe essere forse superato facilmente con la messa a disposizione “tecnica” delle relative credenziali da parte del socio conferente, sulla scorta del principio per cui, al momento della sottoscrizione, devono essere espletati da parte del conferente «tutti gli adempimenti necessari per mettere il bene nella disponibilità non solo

---

<sup>92</sup> Il decreto di rigetto di Trib. Brescia 18 luglio 2018, depositato il 25 luglio, n. 7556/2018 e la sentenza App. Brescia 24 ottobre 2018, depositata il 30 ottobre, emessa in sede di reclamo, sono pubblicate in estratto in *Società*, 2019, 26 ss., con note di F. MURINO, *op. cit.*, (29 ss.), e di F. FELIS, *op. cit.*, (39 ss). Nel caso di specie, il procedimento è sorto dal ricorso presentato dall'amministratore di una società a responsabilità limitata, dinnanzi al rifiuto di iscrizione nel Registro delle Imprese di una delibera assembleare da parte del notaio verbalizzante, giustificato dal fatto che tale delibera aveva ad oggetto un aumento del capitale sociale a pagamento di (circa) 1.400.000,00 euro da liberarsi mediante conferimenti in natura rappresentati, per una parte rilevante, da criptovalute.

<sup>93</sup> Cfr. S. CERRATO, *op. cit.*, 452.

giuridica ma anche materiale della società, onde consentire a quest'ultima di utilizzarlo ai fini del proficuo svolgimento dell'attività sociale e, dunque, indirettamente del tempestivo soddisfacimento dei creditori»<sup>94</sup>. Pertanto, non sembrerebbe sussistere alcun ostacolo all'applicazione delle disposizioni di cui agli artt. 2464, comma 2, c.c. e 2465 c.c., che dettano le regole da cui discende la disciplina dei conferimenti di beni in natura e di crediti. Né, condividendo tali norme e l'art. 2343 c.c. la medesima *ratio*, sembrerebbero esservi problemi rispetto all'applicazione della disciplina sui conferimenti di beni in natura anche nell'ambito delle società per azioni.

Tuttavia – tralasciando in questa sede ogni più ampia disamina in ordine alla natura dei beni conferibili in una società di capitali (ai sensi e per gli effetti di quanto previsto per le società per azioni e per le società a responsabilità limitata, rispettivamente, dagli artt. 2343 c.c. e 2465 c.c.)<sup>95</sup> e alla possibilità (o meno) di dilatarne i margini fino a farvi rientrare anche i c.d. conferimenti atipici<sup>96</sup> – deve dirsi che è proprio in riferimento a tale ipotesi che, nella giurisprudenza di merito, si sono registrate le maggiori resistenze. Infatti, se per il Tribunale le criptovalute (in astratto) possono costituire un «elemento dell'attivo» idoneo al conferimento in una società a responsabilità limitata, ma (in concreto) possono essere oggetto di conferimento in natura solo ove siano negoziate (come il *bitcoin*) su una piattaforma “diffusa” che consenta una valutazione di stima attendibile, per la Corte di Appello la criptovaluta non è in sé un'entità suscettibile di

---

<sup>94</sup> Cfr. G. ZANARONE, *op. cit.*, 227-228.

<sup>95</sup> Per un'approfondita disamina in tal senso (dopo la riforma del 2003), *ex multis*, per le società per azioni, v. M. EREDE, *sub art. 2343*, in *Comm. alla riforma delle società diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, Milano, 2007, 381 ss.; G. OLIVIERI, *sub art. 2343*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società* diretto da D'Alessandro, Padova, 2010, 154 ss.; per le società a responsabilità limitata, v. P. MASI, *sub art. 2464*, in *Società di capitali. Commentario*, G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres (a cura di), Napoli, 2004, 1422 ss.; M. AVAGLIANO, *sub art. 2464*, in *Comm. alla riforma delle società diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, Milano, 2008, 45 ss.; E. BERTACCHINI, *sub art. 2464*, in *Commentario delle società*, G. Grippo (a cura di), Milanofiori Assago, 2009, 993 ss.

<sup>96</sup> In riferimento ai quali, *ex multis*, v. G.B. PORTALE, *I conferimenti in natura atipici nella società per azioni. Profili critici*, Milano, 1974; ID., *Profili dei conferimenti in natura nel nuovo diritto italiano delle società di capitali*, in *Corr. Giur.*, 2003, 1663 ss.; M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Tratt. Colombo-Portale*, Torino, 2004, (riferimenti, 224).

conferimento, in quanto la sua natura “ibrida” non ne permette ancora una classificazione univoca<sup>97</sup>.

Al di là della differenze concettuali riscontrate (e comunque sempre riscontrabili) nell’ambito delle pronunce giurisprudenziali, alla luce dei principi espressi, sembrerebbe quindi che la mancanza di norme adeguate e di criteri certi per l’individuazione della natura giuridica, nonché del valore delle criptovalute, complice anche la difficoltà di inquadrare un fenomeno transnazionale con norme a carattere territoriale, costituisca un grave e invalicabile ostacolo alla loro imputabilità a capitale sociale, in tutti i tipi di società capitalistiche.

Tale conclusione non appare però condivisibile, in quanto un’indagine approfondita della materia dei conferimenti nei diversi tipi di società di capitali lascia intravedere una soluzione differente che passa proprio dal confronto delle norme dettate in tale ambito per le società per azioni e per le società a responsabilità limitata.

Ed invero, mentre le cautele (im)poste dal legislatore a tutela e nel bilanciamento dei molteplici (tipi di) interessi coinvolti, nelle società per azioni, rappresentano un chiaro limite all’ampliamento del novero delle entità conferibili che impedisce di squarciare anche il divieto di cui all’art. 2342, comma 5, c.c., per il quale «non possono formare oggetto di conferimento le prestazioni di opera o servizi»<sup>98</sup>, per la società a responsabilità limitata il discorso può proseguire lungo un percorso differente.

---

<sup>97</sup> Secondo la Corte di Appello, infatti, la criptovaluta, pur presentando caratteristiche proprie dei beni mobili, deve essere assimilata, sul piano funzionale, al denaro, in quanto come l’euro è utilizzato come strumento di pagamento, laddove accettato. Allo stesso tempo e per lo stesso motivo, non può però essere considerata come avente natura e genere di beni o servizi, dal momento che questi ultimi sono suscettibili di acquisto con l’impiego del denaro e, per tale ragione, sono idonei ad essere economicamente valutati, in forza del combinato disposto di cui agli artt. 2464 e 2465 c.c. Né è risolutiva, in senso contrario, la circostanza che assolve a strumento di pagamento, come il denaro, in quanto, a prescindere dalla sua volatilità, non esiste allo stato attuale un sistema di cambio della stessa stabile e agevolmente affidabile (al pari di quanto avviene, ad esempio, per le monete aventi corso legale in altri Stati).

<sup>98</sup> Avendo, la società per azioni, la sola possibilità di ammetterli a titolo di apporto (e non anche di conferimento) ed emettere, a fronte di essi, *ex art.* 2346, comma 6, c.c., «strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell’assemblea generale degli azionisti».

La circostanza che (come si è in precedenza detto) l'art. 2464, comma 2, c.c. faccia espressamente riferimento a tutti «gli elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica» ha indotto a sostenere che, con riferimento a tale specifico profilo, per questa via, il legislatore, proprio in considerazione della particolare natura di “ibrido” della società a responsabilità limitata, abbia inteso equiparare quest'ultima alle società di persone<sup>99</sup>. La persistente funzione di garanzia dell'integrità del capitale sociale induce tuttavia a non trascurare che, nelle società a responsabilità limitata, «la rilevanza centrale del socio», quale principio cardine su cui la stessa si fonda nell'assoluto temperamento della libertà organizzativa dell'impresa con la tutela dei terzi, oltre a consentire di imboccare la strada dell'art. 2468, comma 2, c.c., lascia impregiudicata un'altra possibilità. L'art. 2464, comma 6, c.c. prevede infatti che «il conferimento può anche avvenire mediante la prestazione di una polizza di assicurazione o di una fideiussione bancaria con cui vengono garantiti, per l'intero valore ad essi assegnato, gli obblighi assunti dal socio aventi per oggetto la prestazione d'opera o di servizi a favore della società»: dunque, ammette espressamente che, in questo tipo di società, il conferimento possa riguardare entità differenti, purché il loro valore sia adeguatamente garantito (dove possibile, mediante il semplice versamento di una somma di denaro a titolo di cauzione).

Ciò induce a concludere che il conferimento di criptovalute – implicando, peraltro, un vero e proprio obbligo di *facere*, perché richiede la collaborazione del socio conferente per la messa a disposizione “tecnica” delle relative credenziali e l'accesso al relativo “conto” – diversamente da quanto ritenuto dalla più recente giurisprudenza di merito, possa essere validamente ammesso nella

---

<sup>99</sup> Cfr. G. PRESTI, M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Bologna, 2009, 225. In particolare, con riguardo al principio per cui la disciplina dei conferimenti nella società a responsabilità limitata sembrerebbe accentuare il collegamento con le società di persone (piuttosto che con le società per azioni), alla luce di una forma di «destrutturazione del patrimonio e persino del capitale», *ex multis*, v. V. SANTORO, *I conferimenti e le quote nella società a responsabilità limitata*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, V. Santoro (a cura di), Milano, 2003, 87; G.C.M. RIVOLTA, *Profilo della nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I, 683 ss.; P. MASI, *op. cit.*, (riferimenti, 1425).

società a responsabilità limitata, a condizione che sia prestata idonea garanzia, dunque, mediante un'applicazione analogica dell'art. 2464, comma 6, c.c.

Va da sé che, in caso contrario, il ricorso allo strumento del *cryptocrowdfunding* nelle PMI in forma di società a responsabilità limitata, può condurre a risultati piuttosto limitati, in quanto, non ammettendo (come valido) il conferimento di criptovalute, la società non potrà emettere titoli rappresentativi della partecipazione sociale (*id est*, di quote sociali), ma dovrà circoscrivere la raccolta del risparmio ad un ambito "esterno", sia pure sfruttando un meccanismo come quello sottostante alla dematerializzazione degli strumenti finanziari che, per questo tipo societario, rappresenta comunque un importante momento di rottura con il passato.

Viceversa, vista l'impossibilità per le società per azioni di utilizzare questo strumento per emettere titoli rappresentativi del capitale sociale, il ricorso a tale tecnica di finanziamento può offrire alle PMI azionarie un'importante ed ulteriore opportunità di crescita, in considerazione proprio della possibilità che esse già hanno di emettere strumenti finanziari ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c.

#### 6. *Riflessioni conclusive*

Così sistematizzate, le argomentazioni e le conclusioni esposte sembrano lasciare aperti molti dubbi in ordine all'applicazione di norme che, pur avendo avuto il pregio di porre le basi per una prima, embrionale, regolamentazione delle forme alternative di finanziamento delle PMI attraverso lo sfruttamento delle nuove tecnologie nelle loro molteplici e variegati modalità di funzionamento, alla luce dell'indagine condotta, può dirsi che abbiano dimostrato di avere soltanto posto le basi e avviato un percorso lungo il quale bisogna ancora compiere molta strada.

Tuttavia, ciò non impedisce di svolgere qualche (pur breve) riflessione, soprattutto, in ordine ad alcuni elementi emersi sul piano del diritto, in generale, non soltanto societario.

In riferimento a quest'ultimo, può dirsi che da una rispettosa lettura delle norme che delineano il quadro regolatorio delle PMI, in uno con quella (di parte) della disciplina delle società capitalistiche, si evince una sorta di tendenza da parte del legislatore ad allentare i vincoli

all'autonomia statutaria in presenza di interessi metaindividuali di un mercato (come quello italiano) in cui l'ottanta per cento delle imprese è rappresentato da società di piccole e medie dimensioni e una buona fetta di queste è, a sua volta, costituita da società a responsabilità limitata, per cui, anche alla luce della regolamentazione europea (rappresentata, come si è visto, dallo «Small Business Act», dalla Raccomandazione CE 361/2003 e dal Regolamento UE 2017/1129, oltre che dalla c.d. Direttiva MiFID II e dal c.d. Regolamento MiFIR) si può – seppure con un cauto ottimismo – parlare di un lento svecchiamento dei metodi e dei modi di “intendere e fare l'impresa”.

In questo processo, si è arrivati all'introduzione di disposizioni civilistiche e regolamentari che, come si è tentato di chiarire con uno sguardo alle norme sul finanziamento on line e l'uso delle nuove tecnologie, stanno portando gradualmente la società a responsabilità limitata ad evolversi lungo la stessa matrice dalla quale la riforma del 2003 e gli interventi successivi avevano tentato di staccarla. Con ciò, riconoscendo la centralità e la rilevanza della figura del socio in essa e negandole quasi del tutto la possibilità di accedere a forme di indebitamento proprie della società per azioni che la “spersonalizzassero”.

Ora, un ruolo rilevante in tale evoluzione non può che essere ascritto al rapido ed incessante sviluppo delle nuove tecnologie che, mentre sono in grado di favorire il progresso della società, anche mostrando – in apparenza – di poter arrivare a colmare carenze “assistenziali”, se non addirittura “statali”, sul versante della loro funzionalità appaiono invece deficitarie, in quanto, proprio per loro caratteristiche, sembrano offrire un quadro rassicurante, governato da principi di liberalità e garantisti, ma – a ben guardare – sul piano pratico possono costituire uno strumento dalla portata rivoluzionaria, in grado di travolgere i principi cardine del diritto “classico”, non solo di quello societario.

Facendo leva sulla depressione economica e sulla conseguente povertà di “valori” che si registra tra alcune fasce della popolazione, soprattutto più povere e più giovani, l'innovazione tecnologica, con tali strumenti (rappresentati ad esempio dalla criptovaluta) può, infatti, dare ai suoi utilizzatori l'illusione di operare in un mondo virtuale che rischia di celare uno scollamento dalla realtà (economica) reale. E ancora, di comportare (come si è detto), in estrema battuta, anche il

pericoloso disconoscimento dei principi democratici di uno Stato di diritto, il quale, per essere tale, è fisiologico che operi riservando a sé competenze, come quella legata all'emissione della moneta, la cui regolamentazione – diversamente da quello che le nuove *lobby* mirano a far credere, al chiaro scopo di accrescere il proprio potere – non può essere rimessa alla sovranità del popolo, rischiandosi in caso contrario, anche una sperequazione che tagli fuori le fasce (d'età, economiche, *etc...*) più deboli, per alimentare l'interesse di pochi.

Sicché, pur tralasciando in questa sede ogni altro argomento che tanto sotto il profilo strettamente societario quanto sul più ampio piano giuridico potrebbe comunque dare spazio ad ulteriori dibattiti, in ordine a numerosi altri problemi – come, ad esempio, quelli derivanti dal possibile utilizzo in rete di pseudonimi e, quindi, dal rischio che dietro l'utilizzo di tali strumenti possano esservi uno o più soggetti differenti da quelli fornitori delle credenziali al momento della registrazione, animati magari da scopi e finalità illecite (di riciclaggio, organizzazione di attività terroristiche, *etc...*), con evidenti problemi di sicurezza per la collettività – tutto quello che si è fin qui detto deve invitare ad orientare la riflessione in una direzione di massima “cautela” che, senza diventare proibizionismo, tenga conto dei pericoli connaturati, nell'era dell'economia “condivisa”, ad un'ampia diffusione delle nuove tecnologie.

E, ancor più, (tenga conto) dei principi della Costituzione, secondo cui «l'iniziativa economica privata è libera», ma «non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da arrecare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana» (*ex art. 41*).

Potendosi, con ciò, concludere (*id est*, ribadire) che la tecnologia, quale risultato della creatività umana e strumento al suo servizio, lungi dall'essere considerata neutra, andrebbe approcciata con cautela e al contempo con pragmatismo, cercando di interrogarsi sui riflessi concreti che le scelte, pur sempre assiologiche, ad esse sottese, possono provocare sulla società civile.