



**DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT**

Corso di laurea in Economia e Management

Cattedra di Diritto Commerciale

**I titoli di debito nelle S.r.l.: una nuova forma di finanziamento  
tra crowdfunding e mini-bond**

Prof. Vincenzo DONATIVI

---

**RELATORE**

Luigi RIZZO

---

**CANDIDATO**

Anno accademico 2024/2025

## INTRODUZIONE

La disciplina dei titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata è stata oggetto, negli ultimi due decenni, di una profonda evoluzione normativa e sistematica, frutto delle trasformazioni riguardanti i mercati finanziari europei e del progressivo ripensamento dei tradizionali canali di finanziamento delle imprese italiane. In base al concetto originario di S.r.l., tale forma societaria era adottata prevalentemente da realtà di modeste dimensioni, caratterizzate da un assetto chiuso e dal ricorso ai conferimenti dei soci e al credito bancario. L'apertura verso nuove forme di finanziamento, ed in particolare verso il debito obbligazionario, rappresenta un punto di rottura con l'ormai superato concetto di S.r.l. e definisce una rilevante novità, sia per quanto riguarda la struttura patrimoniale delle imprese, sia per gli equilibri dell'intero sistema economico-produttivo.

L'evoluzione codicistica italiana si inserisce all'interno di un ampio quadro europeo, finalizzato all'integrazione dei mercati dei capitali per ridurre il grado di dipendenza delle imprese dal credito bancario e puntare su un maggior ricorso al mercato dei capitali come fonte di finanziamento. In questo contesto, il legislatore italiano ha introdotto progressivamente nuovi strumenti normativi volti a facilitare l'accesso delle PMI al mercato obbligazionario e a consentire alle S.r.l. di emettere titoli di debito.

Nello specifico, all'interno della prima parte della tesi sarà analizzato il rapporto tra le S.r.l. e i portali di *crowdfunding*, facendo riferimento ad importanti riferimenti normativi, a partire dal D.l. 179/2012, il quale definisce l'introduzione dell'*equity crowdfunding* nell'ordinamento giuridico italiano, fino alla Legge di bilancio 2019, la quale ha ampliato in misura significativa la platea di soggetti autorizzati a ricorrere a tali piattaforme. Verranno analizzati i limiti originari, le progressive aperture e le condizioni di accesso all'*equity crowdfunding*, per poi spostare l'attenzione al *debt crowdfunding*, tematica più recente ed in continua evoluzione.

Successivamente, l'elaborato si focalizza su un'analisi approfondita della disciplina codicistica dei titoli di debito nelle S.r.l., basata sull'art. 2483 c.c. e sulle pattuizioni statutarie che possono accompagnare l'emissione. Vengono esaminate, in particolare, la procedura di emissione e circolazione, la natura giuridica, nonché le clausole accessorie del prestito e la particolare responsabilità patrimoniale che sorge a carico del sottoscrittore iniziale nel momento in cui i titoli vengono alienati nei confronti di investitori non qualificati.

Un'ampia sezione è dedicata al fenomeno dei mini-bond e al ruolo del mercato ExtraMOT Pro, evidenziando come il ricorso a mercati regolamentati o a sistemi multilaterali di negoziazione rappresenti una valida alternativa, per molte imprese, al credito bancario.

Per quanto riguarda il quadro europeo, tale ambito è analizzato attraverso lo studio del Regolamento UE 2020/1503, che ha introdotto una disciplina armonizzata sia per quanto riguarda il *debt crowdfunding* sia per l'*equity crowdfunding*. Questo riferimento normativo segna un passaggio cruciale che, tuttavia, solleva questioni di coordinamento con la disciplina codicistica italiana, specialmente in materia di riserve codicistiche e limiti posti alle S.r.l. in tema di emissione di obbligazioni. Inoltre, particolare attenzione viene posta alla supervisione affidata all'ESMA, nonché all'impatto di tali norme sul diritto interno e ai possibili conflitti che ne derivano.

Infine, l'analisi teorica sarà completata con lo studio di due casi pratici emblematici: il progetto Viveracqua Hydrobond, che ha rappresentato una delle prime esperienze di finanziamento obbligazionario in ambito pubblico-locale attraverso strumenti di debito innovativi; e il caso ItaliaBond, piattaforma dedicata al collocamento di minibond tramite canali digitali, che offre uno spunto di riflessione sulle prospettive future del crowdfunding obbligazionario in Italia.

Il fine ultimo di tale elaborato è dunque duplice: da una parte, viene ripercorsa l'evoluzione normativa relativa ai titoli di debito delle S.r.l. in ambito locale ed europeo, d'altra parte, viene effettuata un'analisi critica riguardante le aperture legislative in materia e una valutazione riguardante l'idoneità di tali a garantire alle PMI un accesso più ampio e sicuro al mercato dei capitali, conciliando le esigenze di sviluppo economico con quelle di tutela degli investitori e di stabilità del sistema finanziario.

## INDICE

INTRODUZIONE.....	2
CAPITOLO I: LE S.R.L. E L'ACCESSO AI PORTALI DI CROWDFUNDING .....	6
1. <i>Evoluzione normativa: dal D.l. 179/2012 alla legge di bilancio 2019</i> .....	6
2. <i>Le condizioni d'accesso al crowdfunding equity: quote, strumenti e statuti speciali</i> .....	9
3. <i>Il crowdfunding di debito in Italia: quadro vigente</i> .....	10
4. <i>Regole del T.U.F. e del Regolamento Consob n. 18592/2013</i> .....	11
5. <i>Il ruolo delle PMI e delle PMI innovative</i> .....	15
CAPITOLO II: LA DISCIPLINA CODICISTICA E CONVENZIONALE .....	21
1. <i>Procedura di emissione e circolazione dei titoli di debito nelle S.r.l.</i> .....	21
2. <i>La disciplina convenzionale e le clausole statutarie</i> .....	26
3. <i>La natura giuridica e pubblicità</i> .....	28
4. <i>Pattuizioni accessorie del prestito</i> .....	32
5. <i>I vincoli imposti dall'art. 2483 c.c.</i> .....	33
6. <i>Responsabilità patrimoniale del sottoscrittore iniziale</i> .....	35
7. <i>I titoli di debito convertibili in partecipazioni sociali</i> .....	37
CAPITOLO III: I MINI-BOND E IL MERCATO EXTRAMOT PRO: UNA FORMA ALTERNATIVA DI FINANZIAMENTO .....	40
1. <i>Inquadramento sistematico: l'ExtraMOT Pro nel contesto normativo</i> .....	40
2. <i>Condizioni di accesso: soggetti, titoli e documentazione</i> .....	41
3. <i>Investitori destinatari e profili di sottoscrizione</i> .....	43
4. <i>Vantaggi e limiti strutturali</i> .....	45
5. <i>Considerazioni conclusive</i> .....	49
CAPITOLO IV: IL REGOLAMENTO (UE) 2020/1503: APERTURA EUROPEA AL CROWDFUNDING OBBLIGAZIONARIO .....	52
1. <i>Origine ed obiettivi del Regolamento (UE) 2020/1503</i> .....	52
2. <i>Ambito soggettivo: PMI, start-up e imprese non quotate</i> .....	54
3. <i>Strumenti ammessi: capitale di rischio e capitale di debito</i> .....	56
4. <i>Profili di tutela dell'investitore</i> .....	58
5. <i>Ruolo delle piattaforme autorizzate e supervisione dell'ESMA</i> .....	62

6. <i>Impatto sul diritto interno italiano e possibili conflitti</i> .....	65
CAPITOLO V: CASI PRATICI E PROSPETTIVE DI RIFORMA .....	70
1. <i>Il caso Viveraqua Hydrobond</i> .....	70
2. <i>Il caso ItaliaBond</i> .....	75
3. <i>Prospettive di riforma e proposte di miglioramento</i> .....	80
CONCLUSIONE .....	84
BIBLIOGRAFIA .....	85

## CAPITOLO I

### LE S.R.L. E L'ACCESSO AI PORTALI DI CROWDFUNDING

- SOMMARIO: – 1. Evoluzione normativa: dal D.l. 179/2012 alla legge di bilancio 2019.  
– 2. Le condizioni d'accesso al crowdfunding equity: quote, strumenti e statuti speciali.  
– 3. Il crowdfunding di debito in Italia: quadro vigente. – 4. Regole del T.U.F. e del Regolamento Consob n. 18592/2013. – 5. Il ruolo delle PMI e delle PMI innovative.

#### *1. Evoluzione normativa: dal D.l. 179/2012 alla legge di bilancio 2019*

L'ampliamento del novero degli strumenti finanziari resi disponibili alle società a responsabilità limitata, in realtà, si colloca all'interno di un più ampio quadro legislativo, finalizzato all'accesso a nuove ed alternative fonti di finanziamento ed alla disincentivazione del ricorso al credito bancario. Sia a livello nazionale, tramite numerosi interventi legislativi, sia a livello europeo, in modo più decisivo e marcato rispetto all'ambito domestico, si è definita negli ordinamenti giuridici una tendenza a delineare strategie orientate al rafforzamento dei rapporti tra imprese non quotate e mercato dei capitali, rimaste, sino alla riforma del 2003, escluse da qualsiasi forma di finanziamento ad esclusione del credito bancario. All'interno di un contesto caratterizzato da politiche di sostegno all'innovazione e da numerose difficoltà d'accesso al credito tradizionale, si inserisce il fenomeno del *crowdfunding*, ossia la raccolta di capitali tramite piattaforme online finalizzata inizialmente all'esclusiva emissione di strumenti di partecipazione al capitale di rischio, successivamente, si è assistito ad un'apertura, soprattutto a livello comunitario, anche verso la raccolta di capitale a titolo di debito. Come già accennato, un primo sintomo di una futura apertura delle società a responsabilità limitata al mercato dei capitali è stato ravvisato tramite il D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, il quale ha segnato un cambio di rotta del legislatore italiano, intervenendo a favore delle esigenze di flessibilità finanziaria delle S.r.l. e riformando profondamente la disciplina delle società di capitali. Tramite questo intervento normativo è stato introdotto nel corpus di norme che disciplinano le S.r.l. l'art. 2483 c.c., il quale ammette, per la prima volta, l'emissione di titoli di debito, previa clausola statutaria e rispettando determinati vincoli imposti dalla norma<sup>1</sup>. Tuttavia, la riforma del 2003, pur decretando un impatto innovativo nell'ordinamento, presenta alcune criticità

---

<sup>1</sup> D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, in G.U. n. 17 del 22 gennaio 2003; anche V. LEMMI, *La disciplina dei titoli di debito delle S.r.l. nel sistema italiano*, in *Diritto e Processo*, 2019, p. 196 ss.

che si sostanziano in rigidità strutturali riguardanti l'accesso al debito titolato che ne limitano l'effettiva applicazione. Il principale vincolo riguarda il fatto che i titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata, come cita la norma: «possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali»<sup>2</sup>. Vi è la presenza di ulteriori limitazioni che verranno analizzate nei prossimi paragrafi. L'autentico cambiamento radicale ha avuto luogo con l'introduzione della disciplina del *crowdfunding* tramite il D.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni dalla L. 17 dicembre 2012, n. 221, che ha definito la nozione di *equity crowdfunding* ed ha richiesto l'adozione di una disciplina secondaria attuativa alla Consob<sup>3</sup>. Tale decreto favorisce la capitalizzazione delle startup innovative e mira a colmare il divario, creatosi sino a quel momento, tra l'offerta di capitali di rischio e la domanda da parte delle imprese ad alto contenuto tecnologico e limitata patrimonializzazione. La Consob ha ricevuto l'autorità di disciplinare le offerte pubbliche di quote e azioni di società non quotate tramite portali online, gestiti da soggetti autorizzati ed iscritti in un apposito registro<sup>4</sup>, ai sensi dell'art. 30 del D.l. 179/2012. Il quadro normativo di riferimento è stato istituito con la Delibera Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 che ha introdotto il primo regolamento europeo in materia di *equity crowdfunding*. Con questo intervento si delineava un quadro normativo all'interno del quale l'accesso ai portali era consentito esclusivamente alle startup innovative e riguardava la sola emissione di strumenti di partecipazione al capitale sociale. Rimanevano, quindi, esclusi l'accesso alle S.r.l. che non fossero qualificate come startup innovative e gli strumenti finanziari di raccolta del risparmio a titolo di debito, che incontravano l'ulteriore vincolo sancito dall'art. 2483 c.c. che limitava l'emissione dei titoli di debito ai soli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale e ribadito anche dalla delibera CICR n. 1058/2005<sup>5</sup>. Si è assistito essenzialmente ad una esclusione del *crowdfunding* obbligazionario a causa delle rigidità imposte dal diritto societario nazionale<sup>6</sup>. Tuttavia, un ampliamento dell'ambito soggettivo della disciplina è stato perseguito da parte del legislatore, il quale, con conseguenti interventi normativi, ha provveduto ad affievolire i vincoli importati dall'ordinamento italiano. Con la Legge di Stabilità 2017 (L. 11 dicembre 2016, n. 232, art. 1, comma 70) è stato liberalizzato l'accesso al crowdfunding anche alle PMI non innovative, subordinatamente all'adeguamento del regolamento Consob avvenuto tramite Delibera n. 20264 del 17 gennaio 2018, il quale ha permesso anche l'emissione di strumenti finanziari

---

<sup>2</sup> Art. 2483, comma 2, così come modificato dal D.lgs. n. 6/2003.

<sup>3</sup> D.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni dalla L. 17 dicembre 2012, n. 221, art. 30, in G.U. n. 294 del 18 dicembre 2012.

<sup>4</sup> Consob, Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013, pubblicato in G.U. n. 178 del 31 luglio 2013.

<sup>5</sup> Delibera CICR 19 luglio 2005, n. 1058, in G.U. n. 188 del 13 agosto 2005.

<sup>6</sup> G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, vol. 2, Torino, 2021, p. 573; M. STELLA RICHTER JR., *Le S.r.l. tra rigidità e contrattualizzazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, p. 521 ss.

partecipativi da parte delle S.r.l., previa clausola statutaria che ne garantisca la libera trasferibilità<sup>7</sup>, risolvendo il problema della scarsa liquidità delle quote sociali<sup>8</sup>. Con l'attuazione di queste modifiche normative ne risulta un modello di *equity crowdfunding* basato su tre cardini:

- i. Registrazione del gestore del portale presso la Consob;
- ii. Vigilanza sul rispetto degli obblighi informativi a tutela dell'investitore;
- iii. Responsabilizzazione dell'emittente nella gestione delle emissioni.

Nonostante ciò, la raccolta del capitale di debito attraverso i portali online è rimasta esclusa sia per i vincoli normativi dell'art. 2483 c.c., sia per la totale assenza di una normativa comunitaria in materia, posta in essere solo nel 2020<sup>9</sup>. Infine, rimanendo in tema di interventi finalizzati ad ampliare le opportunità di reperimento del capitale sul mercato per le S.r.l., l'ultimo provvedimento degno di nota si colloca con la Legge di Bilancio 2019 (L. 30 dicembre 2018, n. 145) che prevede, all'art. 1, comma 226, la definizione di un Testo Unico per le startup e le PMI innovative finalizzato alla raccolta e sistematizzazione delle relative norme di riferimento<sup>10</sup>. In conclusione, tramite l'analisi degli sviluppi normativi avvenuti nel periodo dal 2012 al 2019, si può affermare il fatto che il legislatore italiano ha definito un quadro normativo volto all'espansione dell'*equity crowdfunding*, superando alcuni dei vincoli imposti originariamente dalle norme. D'altra parte, si nota come la strada verso un'apertura delle società a responsabilità limitata al *debt crowdfunding* rimanga ancora lunga e complessa, sia a causa dei limiti imposti dall'art. 2483 c.c., sia a causa della normativa secondaria, che limitano l'accesso a tale forma di raccolta, ad eccezione degli investitori istituzionali soggetti a vigilanza prudenziale. Nei prossimi capitoli, si vedrà come Regolamento (UE) 2020/1503 e le successive riforme interne (in particolare la Legge n. 21/2024) tenteranno di colmare tale divario.

---

<sup>7</sup> Delibera Consob n. 20264 del 17 gennaio 2018, modificativa del Regolamento n. 18592/2013.

<sup>8</sup> Ibidem; anche Consiglio Nazionale del Notariato, *Titoli di debito delle S.r.l. e riforma del 2003*, Studio 5957/V/2005.

<sup>9</sup> E. GUALANDRI – S. VENTURELLI, *Finanza innovativa per le PMI: modelli e strumenti*, Milano, Egea, 2018, cap. 6.

<sup>10</sup> L. 30 dicembre 2018, n. 145, Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2019 e bilancio pluriennale per il triennio 2019-2021, art. 1, comma 226, in G.U. n. 302 del 31 dicembre 2018 (Suppl. Ord. n. 62). La disposizione, mai attuata, delegava il Governo all'adozione di uno o più decreti legislativi per l'elaborazione di un testo unico in materia di start-up e PMI innovative. La dottrina ha letto tale norma come un primo tentativo di sistematizzazione organica del quadro normativo sul finanziamento digitale delle imprese, coerente con la tendenza all'integrazione tra diritto societario e diritto dei mercati finanziari. Anche F. DI CIOMMO, *Il diritto delle imprese innovative tra diritto societario e diritto del mercato*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2020, II, p. 543 ss.

## 2. *Le condizioni d'accesso al crowdfunding equity: quote, strumenti e statuti speciali*

La compatibilità della disciplina societaria italiana con il sistema di offerta pubblica online è una tematica che è stata soggetta ad ingenti sforzi normativi. Infatti, la disciplina del *crowdfunding* si basa su principi di circolazione ed accessibilità del capitale che entravano in contrasto con le norme societarie delle società a responsabilità limitata. L'*equity crowdfunding*, come si è ravvisato nel paragrafo precedente, è stato originariamente adottato da parte delle S.p.a. qualificate come startup innovative e, solo grazie agli interventi normativi successivi, è stato ampliato l'ambito di applicazione soggettivo anche alle S.r.l., le quali però, devono rispettare precise condizioni statutarie e strutturali per poter operare su tali portali. Il primo impedimento all'agevole accesso delle S.r.l. ai portali online era imposto dall'ex art. 2469, comma 2, c.c., il quale definisce la natura non liberamente trasferibile delle quote di S.r.l.<sup>11</sup>. Il *crowdfunding* è caratterizzato dalla tempestività nella sottoscrizione e successiva circolazione delle quote da parte dell'investitore, ciò entrava in completo contrasto con il dispositivo della norma, che invece subordina il trasferimento delle quote all'autorizzazione dei soci. La soluzione è stata ravvisata nell'imposizione, alle S.r.l., di inserire una clausola di libera trasferibilità delle quote, all'interno dello statuto, per poter accedere ai portali di raccolta del risparmio, soddisfacendone l'esigenza di libera circolazione delle partecipazioni<sup>12</sup>. Di conseguenza, anche il regolamento Consob n. 18592/2013, come modificato dalla Delibera n. 20264 del 2018, ha previsto espressamente la possibilità di offrire anche quote di S.r.l., a condizione che lo statuto lo consenta<sup>13</sup>. Per quanto concerne gli strumenti finanziari, l'art. 2468, comma 2, c.c., ha introdotto la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi dotati esclusivamente di diritti patrimoniali, anche correlati all'andamento economico dell'attività sociale, i quali sono stati ritenuti idonei ad essere adottati all'interno dei portali di *crowdfunding* in forza della loro flessibilità, purché emessi in conformità allo statuto e sottoscritti con le modalità previste dal regolamento<sup>14</sup>. In questo modo, gli strumenti finanziari emessi dalle S.r.l. possono risultare di duplice natura. Distinguiamo strumenti finanziari partecipativi, dotati di diritti gestori della società, da strumenti finanziari dotati esclusivamente di diritti patrimoniali. Questa duplice natura riflette il fatto che possano essere indirizzati a due diverse tipologie di investitori: coloro che sono interessati

---

<sup>11</sup> Art. 2469, comma 3, c.c., introdotto dal D.lgs. n. 6/2003, in G.U. n. 17/2003: «Salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, il trasferimento delle partecipazioni è subordinato all'autorizzazione degli altri soci». Sul punto, v. anche G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, vol. 2, Torino, UTET, 2021, p. 528 ss., secondo cui tale disposizione riflette la natura tendenzialmente chiusa della S.r.l., incompatibile con le esigenze di pronta circolazione richieste dalle offerte pubbliche online.

<sup>12</sup> Art. 2469, comma 2, c.c.; anche Consiglio Nazionale del Notariato, *L'accesso delle S.r.l. al crowdfunding: profili statutari e contrattuali*, Studio n. 12-2020/I.

<sup>13</sup> Delibera Consob n. 20264/2018, in modifica al Regolamento n. 18592/2013, art. 13, comma 1-bis.

<sup>14</sup> Art. 2468, comma 2, c.c.; anche F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2023, p. 808.

alla partecipazione diretta nella gestione della società, diventando effettivamente soci, e coloro che, invece, sono mossi da puro interesse patrimoniale o da diritti condizionati<sup>15</sup>. Infine, vi è l'imposizione di determinati requisiti formali ed informativi per l'accesso alle piattaforme online. L'emittente degli strumenti finanziari deve necessariamente dotarsi di un prospetto informativo contenente le informazioni finanziarie basilari dello strumento ed una descrizione dei diritti connessi a questo. Per le S.r.l., è richiesto un documento informativo "rafforzato", a causa della mancanza di una disciplina che imponga obblighi di trasparenza, come invece accade per le S.p.a. quotate<sup>16</sup>.

### 3. *Il crowdfunding di debito in Italia: quadro vigente*

Nel primo paragrafo si è notato come la disciplina delle S.r.l. si sia gradualmente aperta all'*equity crowdfunding*. L'ordinamento giuridico italiano ha, ormai, delineato un quadro normativo all'interno del quale possono essere inserite le S.r.l. (in qualsiasi forma) che operano sui portali di raccolta del risparmio. Tuttavia, ciò non è accaduto per quanto riguarda il *debt crowdfunding*, in merito del quale il legislatore rimane ancora silente e non sembra essere ancora disposto ad un cambiamento delle normative vigenti che vincolano l'adozione di tale portale di raccolta di capitale di debito, pur essendo sotto pressione a causa del recente Regolamento europeo, il quale, invece, opta per una totale apertura ad ogni forma di *crowdfunding* per favorire la competitività delle S.r.l. Al giorno d'oggi, quindi, è possibile ravvisare solo una disciplina frammentata e costituita da più fonti normative eterogenee, senza delineare un quadro giuridico compiuto. Il principale vincolo, come si è già specificato nei paragrafi precedenti, risiede nel dispositivo dell'art. 2483 c.c., il quale sancisce il divieto di emissione di titoli di debito nei confronti del pubblico (retail), ad esclusione degli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale<sup>17</sup>. Limite che è stato confermato successivamente anche dalla Delibera CICR n. 1058 del 19 luglio 2005, che ne ha definito i confini applicativi<sup>18</sup>. Ulteriori ostacoli sorgono, sul piano finanziario, all'interno del Regolamento Consob n. 18592/2013, il quale contiene la disciplina di riferimento per i portali di raccolta del risparmio online e non prevede espressamente la possibilità di emettere titoli di debito sui portali di

---

<sup>15</sup> M. STELLA RICHTER JR., *Strumenti finanziari partecipativi e capitale sociale: nuove prospettive nella S.r.l.*, in *Società*, 2018, p. 401 ss.

<sup>16</sup> A. BUSANI, *Crowdfunding e S.r.l.: informativa e statuto tra diritto societario e disciplina finanziaria*, in *Corr. Giur.*, 2019, p. 1225 ss.

<sup>17</sup> Art. 2483, comma 2, c.c., introdotto dal D.lgs. n. 6/2003, in G.U. n. 17/2003: «...possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali».

<sup>18</sup> Delibera CICR 19 luglio 2005, n. 1058, in G.U. n. 188 del 13 agosto 2005. Per un commento approfondito, v. V. LEMMI, *La disciplina dei titoli di debito delle S.r.l. nel sistema italiano*, in *Diritto e Processo*, 2019, p. 198 ss.

*crowdfunding*<sup>19</sup>. Tuttavia, tale limite viene superato nella prassi, si è assistito all'adozione, sui portali di raccolta del capitale di rischio, di strumenti ibridi rappresentativi titoli di debito rivolti nei confronti degli investitori istituzionali, ma anche retail. In questo modo si è assistito alla prima forma di debt crowdfunding italiana, seppur ancora priva di una copertura normativa e limitata a rari e particolari casi<sup>20</sup>. Un ulteriore riferimento normativo in materia risiede negli artt. 100 e 100-ter del T.U.F. L'art. 100, comma 1, lett. c), stabilisce che non costituisce offerta al pubblico l'offerta rivolta a investitori qualificati o a un numero limitato di soggetti (fino a 150)<sup>21</sup>, mentre, l'art. 100-ter, comma 1-ter, dispone che le norme in materia di obblighi di trasparenza non si applicano alle offerte effettuate tramite portali autorizzati, ma solo se aventi ad oggetto strumenti di capitale. Tuttavia, i titoli di debito non sono definiti come strumenti di capitale e quindi saranno soggetti alla disciplina ordinaria<sup>22</sup>. Il quadro normativo delineatosi per quanto riguarda il *debt crowdfunding* definisce una situazione di incertezza che penalizza la competitività delle S.r.l. nei confronti delle S.p.a. e non permette una agevole comprensione di quelli che sono i reali limiti. Inoltre, un'ulteriore asimmetria informativa risiede all'interno dell'ordinamento in materia, infatti, vi è l'ammissione di emissione dei cd. minibond, ai sensi del D.l. 22 giugno 2012, n. 83, art. 32, convertito con modificazioni dalla L. 7 agosto 2012, n. 134, rappresentanti una particolare categoria di titoli di debito ammessi alla negoziazione, solo per le PMI, nella piattaforma denominata "extramot pro", segmento professionale del mercato borsistico dedicato alla quotazione oltre che dei titoli di debito, anche di obbligazioni, cambiali finanziarie, strumenti partecipativi e project bond<sup>23</sup>.

#### 4. Regole del T.U.F. e del Regolamento Consob n. 18592/2013

I portali di *crowdfunding* sono immessi all'interno di un articolato quadro normativo, costituito da norme provenienti da una duplice fonte, che si occupa non solo di regolarne l'attività, ma anche di definirne i limiti soggettivi ed oggettivi. Da una parte vi è la disciplina esposta da parte del T.U.F. (Testo Unico della Finanza), introdotta da parte del D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, che si occupa di delineare "le regole del gioco" per accedere al mercato dei capitali, si intende quel complesso di

---

<sup>19</sup> Regolamento Consob n. 18592/2013, come modificato dalla Delibera n. 20264/2018, art. 13.

<sup>20</sup> G. FAUCEGLIA, *Crowdfunding e diritto societario: tra rigidità interne e apertura ai mercati*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2019, II, p. 445 ss.

<sup>21</sup> Art. 100, comma 1, lett. c), D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 T.U.F.

<sup>22</sup> Art. 100-ter, comma 1-ter, T.U.F., introdotto con D.lgs. 3 agosto 2017, n. 129.

<sup>23</sup> V. LEMMI, *La disciplina dei titoli di debito delle S.r.l. nel sistema italiano*, in *Trattato delle società*, vol. 3, Torino, UTET, 2021, p. 197.

norme e principi volto a regolare gli strumenti finanziari e la loro emissione al pubblico o ad investitori professionali, definirne il campo di applicazione soggettivo e dettarne le regole di trasparenza, informazione e vigilanza poste a tutela dell'investitore. D'altra parte, in forza dell'art. 30 del D.L. 179/2012, è stato deliberato il Regolamento Consob n. 18592 del 26 giugno 2013, con il quale l'Italia ha regolamentato in modo specifico la raccolta di capitali tramite portali online. Si va adesso ad analizzare in modo più approfondito entrambe le fonti. Il T.U.F. definisce la fonte primaria del diritto finanziario italiano, concepito originariamente in modo esclusivo per disciplinare le società quotate, ne è stato successivamente ampliato l'ambito di applicazione in modo tale da coprire anche le società non quotate. Nel caso in analisi, risulta fondamentale citarne l'importanza per quanto concerne le offerte di strumenti finanziari poste in essere dalle S.r.l. innovative e le PMI. Le disposizioni normative di riferimento sono le seguenti:

- i. L'art. 50-quinquies T.U.F., introdotto dall'art. 30 del D.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni nella L. 17 dicembre 2012, n. 221. Definisce la "riservatezza" dell'attività di raccolta dei capitali da parte di start-up e PMI innovative tramite portali online ed elenca i soggetti autorizzati ad operarvi, citando le banche e imprese di investimento autorizzate (soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale) alle quali si aggiungono anche tutti i soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob (in cui devono essere iscritti i soggetti che intendono esercitare professionalmente l'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative, le PMI innovative e le PMI in generale). La norma attribuisce alla Consob la competenza di istituire e tenere il registro, disciplinare le condizioni e modalità di iscrizione e vigilare sull'attività dei gestori<sup>24</sup>. In funzione di ciò, il Regolamento Consob n. 18592/2013 impone specifici requisiti per l'iscrizione nel registro, quali: la professionalità, indipendenza ed onorabilità dei soggetti, il possesso di strumenti tecnologici adeguati, la presenza di procedure di controllo interno e l'adozione di strumenti a tutela dell'investitore, in particolare nel caso in cui non sia un soggetto professionale ma retail<sup>25</sup>.
- ii. L'art. 100-ter T.U.F., introdotto dal D.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, sancisce un'importante deroga riguardante l'offerta pubblica<sup>26</sup>. Infatti, si afferma che nel caso in cui l'offerta sia attuata operando su portali Consob e abbia ad oggetto soli strumenti di capitale (azioni,

---

<sup>24</sup> Art. 50-quinquies, D.lgs. n. 58/1998 (T.U.F.), introdotto dal D.l. 179/2012, conv. in L. 221/2012.

<sup>25</sup> Regolamento Consob n. 18592/2013, art. 4. Il registro dei gestori di portali autorizzati è pubblicamente consultabile sul sito della Consob, alla sezione "equity crowdfunding".

<sup>26</sup> Art. 100-ter, comma 1-ter, TUF, introdotto dal D.lgs. 3 agosto 2017, n. 129.

quote di S.r.l., strumenti partecipativi ex art. 2468 c.c.), non trovano applicazione né l'art. 94 T.U.F., che impone l'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo per le offerte al pubblico di strumenti finanziari<sup>27</sup>, né l'art. 100, comma 1, T.U.F., il quale individua specifiche ipotesi di esenzione da tale obbligo. Si analizzerà in modo approfondito questo articolo nelle prossime righe. In conclusione, l'art. 100-ter T.U.F. presenta evidenti vantaggi dal punto di vista dell'onerosità dell'operazione, in quanto permette alle PMI e alle start-up di accedere a capitale senza sostenere i costi e gli oneri formali di una vera e propria IPO (offerta pubblica di sottoscrizione). D'altra parte, viene preclusa l'emissione dei titoli di debito in quanto esclusi dalla nozione di "strumenti di capitale"<sup>28</sup>, con la quale si intendono gli strumenti di partecipazione al capitale sociale. Infatti, la natura stessa dei titoli di debito non permette di dotare tali strumenti di diritti partecipativi.

- iii. L'art. 100, comma 1, T.U.F. individua specifiche ipotesi di esclusione dalla disciplina dell'offerta al pubblico, di conseguenza anche l'esenzione dal vincolo di imposizione dei prospetti informativi ex art. 94 T.U.F., tra cui: l'offerta rivolta esclusivamente a investitori qualificati; l'offerta rivolta a meno di 150 soggetti non qualificati per Stato membro e nel caso di collocamenti privati; l'offerta di ammontare complessivo inferiore a otto milioni di euro; nonché l'offerta avente ad oggetto strumenti finanziari con taglio unitario pari o superiore a 100.000 euro<sup>29</sup>. Tuttavia, il dispositivo di tale articolo definirebbe un'importante agevolazione per quanto riguarda la raccolta retail, ma, risulta di difficile applicabilità al *crowdfunding* regolamentato in quanto entra in contrasto con determinati principi tipici delle relative piattaforme. Infatti, i portali online si fondano sulla diffusione al pubblico, ed anche la semplice pubblicazione dell'offerta sul portale rappresenta il concetto di offerta pubblica, e inoltre, sono definiti come strumenti aperti, risultando difficoltoso gestire e circoscrivere il numero di soggetti cui le offerte sono destinate. Nella prassi si assiste all'adozione di tale articolo solo per collocamenti chiusi e per emissioni di minibond, quindi all'esterno dei mercati regolamentanti, a causa dell'incompatibilità tra la norma ed il portale<sup>30</sup>.

---

<sup>27</sup> Art. 94 del D.lgs. n. 58/1998 (T.U.F.), come modificato dal D.lgs. 17 luglio 2009, n. 101.

<sup>28</sup> Art. 100-ter, comma 1-ter TUF, introdotto con D.lgs. 129/2017

<sup>29</sup> Art. 100, comma 1, lett. a-d, D.lgs. n. 58/1998 (T.U.F.), come modificato dal D.lgs. n. 101/2009.

<sup>30</sup> A. BUSANI, *Crowdfunding e obbligazioni nelle PMI: limiti e prospettive*, in *Corriere Giuridico*, 2019, p. 1095 ss., ove si evidenzia l'incompatibilità strutturale tra l'esenzione prevista dall'art. 100, comma 1, lett. c) TUF e la natura aperta e indistinta dell'offerta tramite portali online. In senso conforme, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, vol. 2, Torino, UTET, 2021, p. 574 ss.

Una volta conclusasi l'analisi riguardante la disciplina contenuta nel T.U.F., si va ad analizzare la seconda fonte di riferimento per la regolamentazione dei portali online, quale il Regolamento Consob n. 18592/2013 del 26 giugno 2013, adottato in attuazione dell'art. 50-quinquies TUF. Il dispositivo normativo originario, il quale ha autorizzato la realizzazione di offerte pubbliche di strumenti finanziari (ad oggetto capitale di rischio) sui portali online da parte delle start-up innovative in forma di S.p.a.<sup>31</sup>, è mutato tramite successivi interventi legislativi che si sono concretizzati con la Delibera Consob n. 19520 del 25 febbraio 2016, la quale ha esteso l'accesso alle PMI innovative<sup>32</sup>. In seguito, è stata emanata la Delibera Consob n. 20264 del 17 gennaio 2018, che ha delineato un quadro normativo di carattere contemporaneo, adeguandosi alle esigenze finanziarie delle società di modeste dimensioni. Il regolamento previgente è stato incisivamente modificato, permettendo anche alle PMI non innovative di effettuare offerte pubbliche online<sup>33</sup>. L'art. 13, comma 1-bis del Regolamento provvede ad indentificare gli strumenti che possono essere emessi come oggetto dell'offerta pubblica sul portale, citando:

- i. Azioni di S.p.a. e quote di S.r.l., per la seconda categoria si ricorda la necessità della presenza di un'apposita clausola statutaria<sup>34</sup>;
- ii. Strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 2468, comma 2, c.c.;
- iii. Strumenti di raccolta del capitale di rischio emessi da OICR<sup>35</sup> (organismi di investimento collettivo del risparmio) e società di capitali.

Tuttavia, si nota come anche in questo caso, il Regolamento precluda la possibilità di emissione dei titoli di debito, come viene citato anche nell'art. 100-ter, comma 1-ter, T.U.F. precedentemente analizzato. Il Regolamento stabilisce, inoltre, una serie di requisiti operativi che coinvolgono tanto i gestori dei portali quanto gli emittenti. Nello specifico, i principali obblighi includono:

---

<sup>31</sup> Regolamento Consob n. 18592/2013, in attuazione dell'art. 50-quinquies TUF, pubblicato in G.U. n. 169 del 20 luglio 2013.

<sup>32</sup> Delibera Consob n. 19520 del 25 febbraio 2016, Modifiche al Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali online (Regolamento n. 18592/2013), pubblicata in G.U. n. 52 del 3 marzo 2016.

<sup>33</sup> Delibera Consob n. 20264/2018, in G.U. n. 24 del 30 gennaio 2018.

<sup>34</sup> Art. 13, comma 1-bis, Regolamento Consob n. 18592/2013, come modificato nel 2018. Sul punto v. anche Consiglio Nazionale del Notariato, *L'accesso delle S.r.l. al crowdfunding*, Studio n. 12-2020/I.

<sup>35</sup> Art. 1, comma 1, lett. k), D.lgs. n. 58/1998 (TUF), in G.U. n. 71/1998, «Organismo di investimento collettivo del risparmio (Oicr): l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata»

- i. Verifica, da parte del gestore, dell'identità e delle competenze degli investitori mediante test di appropriatezza e informazioni dettagliate sui rischi collegati all'investimento;
- ii. Predisposizione, a carico dell'emittente, di un documento informativo sintetico che descriva il modello di business, il piano industriale, la struttura del capitale, i rischi legati all'operazione e la destinazione delle somme raccolte<sup>36</sup>;
- iii. Introduzione di un periodo di ripensamento dedicato agli investitori retail, come previsto dall'art. 15;
- iv. Garanzia, da parte del gestore, della correttezza, dell'aggiornamento e della piena accessibilità delle informazioni disponibili sul portale.

Da una prospettiva sistematica, il Regolamento n. 18592/2013, pur avendo contribuito significativamente all'ampliamento delle operazioni di equity crowdfunding in Italia, non ha seguito un'evoluzione orientata verso l'adozione di una disciplina unitaria applicabile anche al *debt crowdfunding*. Questa mancanza di armonizzazione risulta particolarmente evidente se si considera il progresso compiuto in altri sistemi giuridici europei, dove sono state introdotte normative che regolano in modo omogeneo entrambe le forme di crowdfunding.

##### 5. *Il ruolo delle PMI e delle PMI innovative*

Prima di introdurre la definizione giuridica di PMI, analizzarne le caratteristiche tecniche ed i vari campi di applicazione, è necessario illustrare il contesto all'interno del quale, tali tipologie di società, sono immesse, sia per quanto riguarda il panorama europeo, sia quello italiano. In entrambi i contesti, le piccole e medie imprese (PMI) occupano una posizione di primaria importanza in termini occupazionali, produttivi e strategici. Infatti, solo in Europa, rappresentano circa il novantanove per cento del totale delle imprese operanti, il sessantacinque per cento dei posti di lavoro nel settore privato ed oltre il cinquanta per cento del valore aggiunto complessivo generato<sup>37</sup>. Il tessuto economico italiano è ancor maggiormente caratterizzato dalla presenza di piccole e medie imprese, spesso a conduzione familiare o con governance semplificata. I dati ISTAT parlano chiaro, le PMI italiane costituiscono il novantanove virgola nove per cento del totale delle imprese attive, con un'incidenza sull'occupazione pari al settantotto virgola otto per cento ed una quota di valore

---

<sup>36</sup> Regolamento Consob n. 18592/2013, artt. 13, 14 e 24; anche Consob, Guida operativa per i portali di equity crowdfunding, 2020.

<sup>37</sup> Commissione europea, 2023 Annual Report on European SMEs, Bruxelles, 2023, p. 4 ss.

aggiunto che si attesta intorno al sessantasei virgola nove per cento (dati 2023)<sup>38</sup>. Quindi, sia da un punto di vista quantitativo che innovativo, rappresentano la colonna portante dell'economia italiana. Proprio in funzione di ciò, il legislatore detiene un occhio di riguardo nei loro confronti ed ha provveduto ad emanare provvedimenti normativi che andassero a vantaggio di tali modelli societari. Pur rivestendo un ruolo di fondamentale importanza nel panorama economico nazionale, continuano ad incontrare, per ragioni strutturali, significative difficoltà nell'accesso ai mercati finanziari, sia regolamentati sia alternativi. La loro marcata dipendenza dal credito bancario, l'insufficienza cronica di risorse proprie, la frammentazione organizzativa e la limitata competenza in materia finanziaria costituiscono ostacoli che riducono la loro capacità di integrarsi efficacemente nei circuiti avanzati della finanza d'impresa. In questo contesto emergono strategie innovative, come il *crowdfunding*, con particolare attenzione alla raccolta di capitale di rischio. Si tratta di uno strumento che offre alle imprese un canale proporzionale, flessibile e accessibile per il reperimento di risorse finanziarie, configurandosi come una soluzione promettente soprattutto per le aziende non quotate o operanti sotto la forma giuridica di società a responsabilità limitata. Anche in questo caso, il legislatore non lascia le PMI sprovviste di deroghe alle normative codicistiche nazionali, estendendo il campo di applicazione soggettivo della disciplina contenuta nel T.U.F. e nel Regolamento Consob n. 18592/2013, che si è appena analizzato nel paragrafo precedente, anche alle PMI innovative e PMI. Si procede adesso con un'analisi della disciplina di riferimento. La definizione giuridico-finanziaria di PMI è stata recepita all'interno dell'ordinamento giuridico italiano attraverso l'emanazione della Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea, la quale provvede ad individuare le piccole e medie imprese in base a precise soglie dimensionali. In particolare, il dispositivo normativo cita, all'art. 2, la seguente espressione: «*La categoria delle microimprese delle piccole imprese e delle medie imprese (PMI) è costituita da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di EUR oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di EUR*»<sup>39</sup>. Nel contesto normativo italiano, tale definizione viene adottata dal Regolamento Consob n. 18592/2013, come si è già visto. Una disciplina ulteriore compare nell'ordinamento tramite l'art. 1, comma 1, lett. w-quater del T.U.F., il quale cita il seguente testo: «*"PMI": fermo quanto previsto da altre disposizioni di legge, le piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate, che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore a un miliardo di euro. Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato tale*

---

<sup>38</sup> ISTAT, Struttura e dimensione delle imprese – Rapporto 2023, disponibile su [www.istat.it](http://www.istat.it).

<sup>39</sup> Art. 2, comma 1, Raccomandazione della Commissione 2003/361/CE del 6 maggio 2003, GUUE L. 124/36 del 20 maggio 2003.

*limite per tre anni consecutivi...»<sup>40</sup>. Si può notare una discrepanza tra le soglie dimensionali citate dalla normativa europea e Regolamento Consob, e dal testo del T.U.F., questo perché la prime definizioni fanno riferimento al contesto del *crowdfunding* e riguardano l'accesso ai portali online da parte delle PMI non quotate, la seconda invece si indirizza esclusivamente alle PMI quotate, disciplinandone i requisiti di trasparenza e le modalità di applicazione del prospetto informativo. Le PMI sono affiancate da una nuova figura di piccole e medie imprese, introdotta con l'art. 4 del D.l. 24 gennaio 2015, n. 3, convertito con modificazioni dalla L. 24 marzo 2015, n. 33, che si occupa della definizione di requisiti strutturali e riguardanti la relativa forma societaria, dediti alla qualificazione delle cd. PMI innovative. Tale categoria societaria è stata introdotta dal legislatore nell'ordinamento italiano con il fine di estendere il campo di applicazione dei benefici delle startup innovative anche alle imprese già in fase di maturità, che presentino alti parametri tecnologici ed innovativi<sup>41</sup>. L'art. 4 cita che: «Per "piccole e medie imprese innovative", di seguito "PMI innovative", si intendono le PMI, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE, società di capitali, costituite anche in forma cooperativa». Inoltre, prevede l'imposizione dei seguenti requisiti:*

- i. Assenza di quotazione sui mercati regolamentati;
- ii. Residenza in Italia;
- iii. Certificazione dell'ultimo bilancio, o eventualmente, l'ultimo bilancio consolidato;
- iv. La società non sia iscritta all'interno del registro delle imprese;
- v. La società rispetti almeno due dei seguenti requisiti:
  - a. spese in R&S  $\geq$  3% del maggiore tra fatturato e costo della produzione<sup>42</sup>;
  - b. personale altamente qualificato (1/3 con dottorato o 2/3 con laurea magistrale)<sup>43</sup>;

---

<sup>40</sup> Art. 1, comma 1, lett. w-quater, D.lgs. n. 58/1998 (TUF), introdotto dall'art. 2, comma 2, lett. d), D.lgs. n. 129/2017, in attuazione della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II). La norma definisce le piccole e medie imprese (PMI) ai fini dell'applicazione delle disposizioni semplificate del TUF, in conformità alla Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione europea.

<sup>41</sup> Art. 4, D.l. 24 gennaio 2015, n. 3, conv. con mod. dalla L. 24 marzo 2015, n. 33, in G.U. n. 70 del 25 marzo 2015.

<sup>42</sup> Ibidem, Per esteso: «... volume di spesa in ricerca, sviluppo e innovazione in misura uguale o superiore al 3 per cento della maggiore entità fra costo e valore totale della produzione della PMI innovativa. ... Le spese risultano dall'ultimo bilancio approvato e sono descritte in nota integrativa».

<sup>43</sup> Ibidem, Per esteso: «... impiego come 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 ai sensi dell'articolo 3 del decreto del Ministro dell'istruzione, dell'università e della ricerca 22 ottobre 2004, n. 270».

c. titolarità di brevetti, privative o software registrato<sup>44</sup>.

Il quadro normativo in materia di accesso ai portali di crowdfunding a favore delle PMI e PMI innovative, come si è già analizzato, costituisce un percorso caratterizzato da tre principali interventi disciplinari che hanno delineato, ad oggi, una disciplina coerente e precisa suscettibile di applicabilità verso questi tipi societari. Il primo intervento riguarda l'emanazione del Regolamento Consob n. 18592/2013<sup>45</sup>, il quale testo originario è stato poi modificato, da un secondo intervento, tramite la Delibera Consob n. 19520/2016<sup>46</sup>. Infine, la disciplina è stata perfezionata da un terzo intervento, assoggettabile alla Delibera Consob n. 20264/2018<sup>47</sup>, che ha modificato in modo sostanziale l'art. 13 del Regolamento. Di queste modifiche hanno beneficiato in particolar modo le società a responsabilità limitata, in quanto si sono viste riconosciute la possibilità di poter usufruire di uno strumento di raccolta del risparmio, quale il *crowdfunding*, in forza dello spostamento dell'attenzione, da parte dell'ordinamento, dal requisito innovativo al requisito dimensionale e statutario. Tuttavia, l'emissione di quote di S.r.l. tramite i portali online pone un problema derivante dal contrasto tra la natura chiusa di tale modello societario con le esigenze di circolazione previste dal mercato. Infatti, la prassi dimostra come un gran numero degli statuti di S.r.l. prevede clausole limitative della circolazione che palesano l'incompatibilità con l'offerta al pubblico. Per colmare questa complicazione, l'attuale disciplina consente di porre in essere un particolare meccanismo di intestazione fiduciaria<sup>48</sup> delle partecipazioni sociali che ne agevoli la successiva circolazione. Il sistema prevede che l'investitore effettui la sottoscrizione tramite un intermediario abilitato alla prestazione di servizi di investimento. Il funzionamento di tale sistema si sostanzia nella sottoscrizione delle quote, da parte dell'intermediario, a nome proprio, sulla base di un mandato fiduciario. Questo assume formalmente la qualità di socio per conto di terzi (del fiduciante), ed è tenuto alla pubblicazione di questa qualifica nel registro delle imprese. L'esercizio dei diritti sociali provenienti dalla titolarità della quota, tuttavia, rimane di competenza del fiduciante sulla base di una certificazione rilasciata dall'intermediario che vale come documento di legittimazione nei confronti della società. Il vantaggio di tale sistema risiede nel fatto che, nel momento in cui il fiduciante voglia alienare la sua quota, il relativo trasferimento si concretizza semplicemente

---

<sup>44</sup> Ibidem, Per esteso: «... titolarità, anche quali 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 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».

<sup>45</sup> Si rinvia a quanto già esposto a p. 9, in riferimento al Regolamento Consob n. 18592/2013.

<sup>46</sup> Si rinvia a quanto già esposto a p. 9, in riferimento alla Delibera Consob n. 19520/2016.

<sup>47</sup> Si rinvia a quanto già esposto a p. 9, in riferimento alla Delibera Consob n. 20264/2018.

<sup>48</sup> G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*. Vol. 2 – *Diritto delle società*, 10<sup>a</sup> ed., Torino, UTET, 2020, p. 578 ss.

tramite annotazione di questo nei registri tenuti dall'intermediario, senza costi o oneri. L'adozione del regime di intestazione fiduciaria è, in ogni caso, rimesso alla volontà dell'investitore, il quale può liberamente scegliere di non usufruirne in sede di sottoscrizione. Inoltre, l'investitore che usufruisce dell'intestazione fiduciaria può richiedere all'intermediario cui si rivolge di vedersi riconosciuta l'intestazione diretta della quota di sua pertinenza in qualsiasi momento egli voglia. Pur essendo un sistema efficiente nella prassi, presenta delle incongruenze che riguardano da una parte, l'assenza di trasparenza nel rapporto che intercorre tra i due soggetti, dall'altra, un disincentivo all'esercizio dei diritti del socio, il quale vede preclusa la possibilità di poterli esercitare in modo attivo. Al giorno d'oggi, questa pratica rimane ancora poco diffusa e circoscritta solo a casi specifici, infatti, le società preferiscono adottare clausole statutarie che definiscano la libera trasferibilità delle quote, evitando l'adozione di tale regime<sup>49</sup>. In conclusione, si afferma e constata il fatto che la disciplina vigente in materia di accesso al mercato del crowdfunding regolamentato presenti ancora numerose lacune normative e ampie rigidità strutturali che ne limitano l'effettiva portata normativa. Infatti, il vincolo in disciplina che preclude l'emissione dei titoli di debito attraverso l'offerta pubblica sui portali online comporta una netta separazione tra le discipline dell'*equity crowdfunding* e del *debt crowdfunding*, le quali sono state unificate sotto una normativa unica ed uniforme in ambito europeo attraverso il Regolamento (UE) 2020/1503<sup>50</sup>. Inoltre, un ulteriore ostacolo è rappresentato dall'obbligo, per le società a responsabilità limitata che intendano trasferire le proprie quote di partecipazione, di definire clausole statutarie che ne prevedano la libera trasferibilità<sup>51</sup>. Ciò costituisce un intralcio dal punto di vista pratico, in particolare per le società dotate di una compagine sociale chiusa o familiare. Infine, un aggiuntivo freno è definito dall'assenza di un mercato secondario strutturato per le quote di S.r.l., che genera numerosi problemi riguardanti la gestione post-emissione delle partecipazioni, tra i quali la scarsa liquidità degli strumenti finanziari che vengono negoziati. Tuttavia, il legislatore ha mostrato una particolare attenzione in materia, la quale fa ravvisare che il corpus di norme attuale possa essere ulteriormente modificato in futuro, in modo tale da conformarsi al contesto europeo e permettere un definitivo rilancio della forma societaria della società a responsabilità limitata. In questo primo capitolo si è provveduto ad effettuare un'approfondita introduzione al contesto del *crowdfunding* nell'ambito italiano, analizzandone il quadro normativo ed evidenziandone limiti e vantaggi. Nel prossimo capitolo, invece, si andrà a porre la focalizzazione sull'art. 2483 c.c., analizzandone la

---

<sup>49</sup> Consiglio Nazionale del Notariato, L'accesso delle S.r.l. al crowdfunding, Studio n. 12-2020/I, ove si evidenzia che l'intestazione fiduciaria costituisce una delle soluzioni possibili, ma non appare ancora adottata su larga scala.

<sup>50</sup> Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020, in GUUE L 347 del 20 ottobre 2020.

<sup>51</sup> Art. 13, comma 1-bis, del Regolamento Consob n. 18592/2013.

nozione e la relativa disciplina, fonte dei limiti espressamente previsti per l'emissione dei titoli di debito sui portali di raccolta del capitale tramite offerta pubblica.

## CAPITOLO II

### LA DISCIPLINA CODICISTICA E CONVENZIONALE

- SOMMARIO: – 1. Procedura di emissione e circolazione dei titoli di debito nelle S.r.l.  
– 2. Disciplina convenzionale e clausole statutarie. – 3. Natura giuridica e pubblicità.  
– 4. Pattuizioni accessorie del prestito. – 5. I vincoli imposti dall'art. 2483 c.c.  
– 6. Responsabilità patrimoniale del sottoscrittore iniziale. – 7. I titoli di debito convertibili  
in partecipazioni sociali.

#### *1. Procedura di emissione e circolazione dei titoli di debito nelle S.r.l.*

L'emissione dei titoli di debito da parte delle società a responsabilità limitata è stata consentita con l'introduzione dell'art 2483 c.c., il quale ne autorizza l'emissione, purché ciò sia espressamente previsto dall'atto costitutivo<sup>52</sup>, tramite l'apposizione nello statuto di una determinata clausola statutaria autorizzativa. Questa deve rispettare un requisito minimo, rappresentato dall'indicazione dell'organo competente a deliberare le emissioni (assemblea dei soci o organo amministrativo)<sup>53</sup>, oltre alla facoltà di inserire un contenuto facoltativo rappresentante le indicazioni riguardanti limiti quantitativi, modalità operative e maggioranze richieste per la decisione. In mancanza di tali dettagli, si intende che la singola delibera di emissione definirà essa stessa le condizioni dell'operazione (ad esempio l'importo massimo del prestito, le modalità di collocamento dei titoli, ecc.) e sarà approvata con le maggioranze ordinarie previste per l'organo competente. La clausola autorizzativa può essere definita ed inserita sia nel momento in cui viene stipulato l'atto costitutivo, in fase di costituzione della società, sia in un momento precedente, attraverso una modifica statutaria deliberata dai soci. È tema molto discusso in dottrina se una clausola meramente autorizzativa, ma priva dell'indicazione dell'organo competente, sia valida o meno: parte della dottrina la ritiene inammissibile, stante il tenore imperativo della norma. Tuttavia, un orientamento interpretativo sostiene però che, in caso di omissione, la competenza spetti comunque all'assemblea dei soci in base ai principi generali, e che le altre condizioni siano rimesse alla decisione di emissione adottata con le maggioranze ordinarie. Data l'incertezza, la soluzione più prudente e condivisa è quella di indicare sempre espressamente in statuto quale organo sociale avrà la

---

<sup>52</sup> Art. 2483 c.c.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, UTET, Torino, ult. ed., p. 391 ss.

<sup>53</sup> Art. 2483, comma 1, c.c., «in tal caso l'atto costitutivo attribuisce la relativa competenza ai soci o agli amministratori».

competenza di emissione, per evitare contestazioni sulla validità delle delibere adottate in materia. Inoltre, la disciplina ammette che lo statuto possa prevedere la presenza di una sub-delega, la quale, ad esempio, può prevedere che sia l'assemblea dei soci a deliberare a favore o sfavore dell'emissione dei titoli di debito, e in caso positivo, potrebbero delegare agli amministratori la facoltà di definirne, con propria delibera, le concrete condizioni di ciascuna emissione (in analogia a quanto avviene per le obbligazioni nelle S.p.A. con delega ex art. 2420-ter c.c.). Quanto alla procedura deliberativa di emissione, la decisione deve determinare in modo dettagliato le condizioni del prestito. L'art. 2483, quarto comma, c.c. richiede espressamente che siano indicate le condizioni del prestito e le modalità del rimborso nella delibera di emissione<sup>54</sup>. Vale a dire che vi deve essere indicato: l'ammontare complessivo e durata del prestito, il tasso di interesse, le scadenze per il pagamento degli interessi e le modalità di restituzione del capitale. Inoltre, in base all'autonomia statutaria possono essere previste ulteriori indicazioni riguardanti, ad esempio: valore nominale unitario dei titoli emessi, data di godimento degli interessi, specifiche clausole circa il rimborso anticipato o subordinazione del prestito. Un caso molto diffuso nella prassi riguarda la clausola di postergazione, la quale condiziona il rimborso del capitale alla soddisfazione prioritaria degli altri creditori sociali. Si afferma, inoltre, il fatto che possano essere definite particolari tipologie di clausole partecipative, le quali subordinano il pagamento degli interessi al raggiungimento di prestabiliti risultati economici. Si vuol precisare, però, che la legittimità delle clausole partecipative dipende dal fatto che queste abbiano ad oggetto solo ed esclusivamente la remunerazione del capitale e non la restituzione del capitale stesso. Infatti, in tal caso si andrebbe ad infrangere il divieto del patto leonino previsto dall'art. 2265 c.c.<sup>55</sup>, ed inoltre si andrebbe contro la natura stessa dei titoli di debito. Ulteriore dibattito acceso in dottrina riguardava l'ammissibilità all'emissione dei titoli di debito convertibili in partecipazioni della S.r.l. (come avviene con le obbligazioni convertibili delle S.p.a.). Tuttavia, la questione è stata molto discussa in quanto: da una parte vi era la presenza dell'art. 2468, comma 1, c.c. che vietava la sollecitazione all'investimento del pubblico in quote di S.r.l. e precludeva di rappresentare le partecipazioni sociali mediante titoli<sup>56</sup>. D'altra parte, invece, studi notarili e studiosi hanno tuttavia rilevato che il divieto riguarda la pubblica offerta di quote, non una conversione riservata a investitori qualificati o soci. Quindi, se l'emissione dei titoli di debito resta confinata al circuito degli investitori professionali, la successiva conversione delle posizioni creditorie in partecipazioni sociali non configura una sollecitazione al

---

<sup>54</sup> Art. 2483, comma 4, c.c.; V. LEMMI, *La disciplina dei titoli di debito delle S.r.l.*, in *Diritto e processo*, 2019, p. 221 ss.

<sup>55</sup> Art. 2265 c.c., «È nullo il patto con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite».

<sup>56</sup> Art. 2468, comma 1, c.c., «Le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari».

pubblico risparmio vietata<sup>57</sup>. La prassi applicativa ha dunque ritenuto ammissibili i titoli di debito convertibili, purché le condizioni di conversione siano tali da non coinvolgere il pubblico dei risparmiatori. In tale materia è intervenuto poi il legislatore tramite il d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, il quale deroga il comma 1, art. 2468 c.c., affermando che le quote di partecipazione delle società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari<sup>58</sup>. Il tal verso si muove la disciplina emanata dall'anno 2012, con l'intento del legislatore di favorire la capitalizzazione delle PMI e delle S.r.l.<sup>59</sup>, anche attraverso l'emissione di titoli di debito (minibond). Dal punto di vista dell'ambito applicativo della disciplina dei titoli di debito, la legge impone forti limitazioni alla platea di investitori a cui i titoli di debito possono essere inizialmente sottoscritti. L'art. 2483, comma 2, c.c. stabilisce che la sottoscrizione originaria sia riservata esclusivamente a investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale<sup>60</sup>. In questo modo, la norma vieta alle S.r.l di raccogliere capitale tramite strumenti di debito presso il pubblico dei risparmiatori, ma non del tutto. Infatti, circoscrive la raccolta a investitori qualificati in grado di valutare il rischio e garantire attraverso la loro diligenza la bontà dell'investimento per i finanziatori finali. La nozione dei titoli di debito era completamente sconosciuta alla disciplina del 1942, questa viene introdotta nel T.U.F. tramite il d.lgs. 58/1998, dove, all'art. 1, comma 1, lett. c), sono definiti come strumenti finanziari le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziati nel mercato dei capitali<sup>61</sup>. Pertanto, i titoli di debito delle S.r.l. si collocano sistematicamente tra gli strumenti finanziari di raccolta del risparmio, costituiscono una sottospecie dei titoli di credito emessi in serie (cd. titoli di massa) e assolvono alla funzione di procurare alla società mezzi finanziari di terzi, analogamente ai prestiti obbligazionari delle società per azioni. Per quanto concerne la loro circolazione, le regole riguardanti il trasferimento devono essere definite all'interno dell'atto costitutivo, alternativamente possono essere apposte sulla clausola di emissione, definendone la forma dei titoli che possono essere emessi nominativi<sup>62</sup>, quindi con intestazione del titolare, trasferimento tramite girata autenticata e registrazione presso i libri sociali, oppure

---

<sup>57</sup> M. STELLA RICHTER JR., *Strumenti finanziari partecipativi e capitale sociale*, in *Società*, 2018, p. 405 ss.

<sup>58</sup> D.Lgs. n. 58/1998, come modificato dal D.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, ha disposto (con l'art. 100-ter, comma 1) che «In deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di crowdfunding, nei limiti previsti dal Regolamento (UE) 2020/1503».

<sup>59</sup> Art. 32, comma 26, del D.l. 22 giugno 2012, n. 83, conv. in L. 7 agosto 2012, n. 134, il quale ha esteso alle S.r.l. alcune disposizioni del Titolo V del Libro V del Codice civile in tema di obbligazioni emesse da S.p.A., a condizione che l'emissione sia interamente riservata a investitori qualificati. Sul punto, v. anche CAMPOBASSO G.F., *Diritto delle società*, UTET, Torino, 2023, p. 365 ss..

<sup>60</sup> Art. 2483, comma 2, c.c..

<sup>61</sup> Art. 1, comma 1, lett. c), D.lgs. n. 58/1998 (T.U.F.).

<sup>62</sup> G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, UTET, ult. ed., p. 392.

all'ordine, liberamente trasferibili tramite girata<sup>63</sup>. Inoltre, si discute in dottrina sull'ammissibilità dell'emissione di titoli di debito al portatore, tuttavia prevale la tesi negativa, escludendoli sia in forza dell'art. 2004 c.c., il quale vieta l'emissione di titoli al portatore in mancanza di una specifica autorizzazione di legge<sup>64</sup>, sia perché la natura dei titoli di debito ex art. 2483 e la disciplina sulla loro circolazione mal si conciliano con l'anonimato proprio del portatore. In particolare, la legge prevede una forma di garanzia legale a tutela di eventuali acquirenti non qualificati dei titoli in sede di circolazione successiva all'emissione diretta esclusivamente agli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale. Infatti, come recita l'art. 2483, comma 2, c.c.: «*in caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima*<sup>65</sup>». Ciò significa che, se un investitore professionale (o un socio dell'emittente) cede il titolo a un soggetto che non rientra in tali categorie, il cedente rimane obbligato in via di garanzia per l'adempimento del debito da parte della società emittente. Questa garanzia ex lege ha lo scopo di disincentivare la diffusione dei titoli di S.r.l. tra il pubblico non qualificato, imponendo al cedente qualificato di farsi garante della società verso l'acquirente finale al dettaglio. Da qui discende, in primis, l'esigenza che i titoli di debito non siano al portatore, così che ogni passaggio di mano lasci evidenza del cedente e dell'acquirente<sup>66</sup>. Su questo aspetto la posizione unanime è che i titoli ex art. 2483 c.c. debbano essere necessariamente emessi in forma nominativa o all'ordine, escludendosi la legittima emissione in forma anonima. Si può aggiungere che l'emissione al portatore risulterebbe altresì inconciliabile con la normativa antiriciclaggio e con la stessa ratio di fondo dell'istituto, che è di creare un canale di finanziamento "controllato" verso soggetti professionalmente attrezzati. Concorda con tale impostazione anche la massima elaborata dal Comitato Triveneto dei Notai, secondo cui i titoli di debito di cui all'art. 2483 c.c. non possono essere emessi al portatore, proprio perché, stante il regime legale di responsabilità del cedente, è indispensabile poter identificare ogni singolo giratario. La disciplina in questione provvede anche a specificare il fatto che sia possibile limitare convenzionalmente la circolazione dei titoli di debito, inserendo all'interno dell'atto costitutivo le cd. clausole di restringimento. La legittimità di tali clausole è condivisa prevalentemente in dottrina, infatti, non vi è la presenza di norme imperative che impongano la libera trasferibilità di questi strumenti. Inoltre, anche in materia di azioni di S.p.A. l'ordinamento ammette ampie restrizioni alla circolazione purché entro certi limiti di ragionevolezza.

---

<sup>63</sup> V. LEMMI, *La disciplina dei titoli di debito delle S.r.l.*, in *Diritto e processo*, 2019, p. 233.

<sup>64</sup> G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, UTET, ult. ed., p. 392.

<sup>65</sup> Art. 2483, comma 2, c.c.

<sup>66</sup> G. NICCOLINI, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato delle società*, Milano, 2004, II, p. 1072 ss.

Analogamente, per i titoli di debito di S.r.l. si ritiene valida una clausola statutaria che ne consenta il trasferimento solo nell'ambito di una cerchia ristretta di persone (soci o investitori professionali appunto). Una simile pattuizione non elimina la possibilità di alienazione del titolo (quindi non configura un divieto assoluto di trasferimento), ma ne delimita i possibili acquirenti in funzione di un interesse meritevole di tutela (evitare l'ingresso di risparmiatori inconsapevoli). Sul piano dell'opponibilità, la presenza di limiti statuari alla circolazione dei titoli andrà preferibilmente menzionata sul titolo stesso (analogamente a quanto richiesto dall'art. 2355-bis, ult. co., c.c.<sup>67</sup> per le azioni vincolate), al fine di rendere tali vincoli opponibili agli acquirenti di buona fede. In assenza di indicazione sul titolo, infatti, il terzo sub-acquirente non potrà vedersi opporre dalla società o dal cedente originario la clausola limitativa, e il trasferimento produrrà ugualmente effetti, ferma restando la responsabilità contrattuale del cedente che abbia violato i patti statuari di intrasferibilità. Anche per questo profilo, dunque, si conferma la preferibilità di titoli nominativi o all'ordine. Sempre in tema di circolazione degli strumenti finanziari emessi dalla società a responsabilità limitata, si afferma che con l'adozione del d.l. 83/2012, convertito in l. 134/2012<sup>68</sup>, sia stata introdotta una disciplina speciale riguardante il mercato dei mini-bond emessi dalle PMI. La normativa attuale, infatti, prevede l'emissione di tali titoli di debito da parte delle S.r.l. PMI destinati ad essere negoziati sui mercati regolamentati o sistemi multilaterali riservati a investitori professionali (come il segmento Extramot PRO di Borsa Italiana). In tal caso si richiede la dematerializzazione dei titoli ai sensi dell'art. 83-bis T.U.F.<sup>69</sup> e l'osservanza delle indicazioni presenti all'interno della Delibera CICR n. 1058/2005<sup>70</sup>, la quale ha stabilito che ciascun taglio minimo dei titoli di debito non possa essere inferiore a €50.000,00, a pena di illiceità della delibera di emissione. Ciò assicura che anche sul mercato secondario i titoli restino negoziabili soltanto tra investitori istituzionali. In questo modo, infatti, si esclude automaticamente il pubblico retail, per il quale importi unitari così elevati non sono accessibili. Inoltre, in presenza di emissioni destinate esclusivamente a investitori professionali, il comma 3 dell'art. 2483 c.c.<sup>71</sup> esonera dall'applicazione della suddetta garanzia legale del cedente: in tali operazioni "chiuse" il secondo comma dell'art.

---

<sup>67</sup> Art. 2355-bis, ult. co., c.c., il quale recita: «Le limitazioni al trasferimento delle azioni devono risultare dal titolo».

<sup>68</sup> Si rinvia a quanto già esposto a p. 6, in riferimento al d.l. 83/2012, convertito in l. 134/2012.

<sup>69</sup> Art. 83-bis, comma 1-bis, T.U.F., il quale recita: «l'obbligo di cui al comma 1 può essere assolto tramite emissione diretta o immissione, in regime di dematerializzazione, presso un depositario centrale stabilito nel territorio della Repubblica, o presso un depositario centrale autorizzato alla prestazione transfrontaliera dei servizi nel territorio della Repubblica, ai sensi dell'articolo 23 del regolamento (UE) n. 909/2014».

<sup>70</sup> CICR, Delibera 19 luglio 2005, n. 1058, art. 2, comma 1.

<sup>71</sup> Comma inserito dall'art. 7, comma 1, lettera b) della L. 5 marzo 2024, n. 21. che recita: «il secondo comma non si applica ai titoli destinati ad essere acquistati esclusivamente da investitori professionali ai sensi delle leggi speciali qualora tale previsione risulti tra le condizioni dell'emissione di cui al quarto comma, senza facoltà di modifica», anche F. GHEZZI, *Le obbligazioni nelle società di capitali*, Giappichelli, 2017, p. 97 ss.

2483 c.c. non si applica, purché sia previsto tra le condizioni dell'emissione che i titoli possano essere acquistati solo da investitori professionali e che tale caratteristica non sia modificabile nel corso della vita del prestito. In pratica, indicando sin dalla delibera di emissione che la circolazione è riservata ai soli operatori qualificati, si crea una sorta di circolo virtuoso per cui il titolo non dovrebbe mai finire nelle mani di un acquirente non qualificato. Da notare, infine, che la citata delibera CICR 1058/2005 richiede anche che sul titolo di debito siano indicati il nominativo del primo sottoscrittore e l'importo da questi sottoscritto. Ciò al fine di agevolare la ricostruzione dei passaggi di proprietà e l'eventuale applicazione della responsabilità per la solvibilità: il primo acquirente, rappresentato obbligatoriamente da un investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale, rimane "tracciato" sul titolo, facilitando la verifica di chi abbia successivamente trasferito il titolo a soggetti non qualificati. In sostanza, il legislatore ha disegnato un sistema nel quale le S.r.l. possono accedere al mercato dei capitali di debito, ma entro confini ben delineati: destinatari iniziali professionali, circolazione potenzialmente limitata, tagli unitari elevati, e responsabilità dei cedenti a tutela degli acquirenti ultimi. L'ampia autonomia statutaria consente comunque a ciascuna società di definire clausole maggiormente restrittive, o comunque, aggiuntive.

## *2. La disciplina convenzionale e le clausole statutarie*

Per i titoli di debito delle S.r.l. il legislatore ha provveduto alla definizione di determinate e poche norme fondamentali, lasciando ampio spazio all'autonomia statutaria nell'apporre clausole specifiche tanto in merito al procedimento di emissione quanto riguardo allo status e ai diritti dei titolari dei titoli di debito dopo l'emissione<sup>72</sup>. Ciò permette alle parti, ad esempio, di istituire un'assemblea dei sottoscrittori dei titoli di debito emessi dalla società, la quale si occupa di definirne il funzionamento e i compiti ed alla quale potrebbe attribuirsi la competenza di deliberare in materie di interesse comune dei finanziatori, come:

- i. Nomina e revoca di un rappresentante comune degli obbligazionisti;
- ii. Modifiche delle condizioni del prestito;
- iii. Costituzione di un fondo spese per la tutela degli interessi comuni;
- iv. Approvazione del rendiconto della gestione del rappresentante.

A proposito del rappresentante comune, la libertà statutaria permette di definirne poteri e facoltà, ad esempio, si potrà stabilire che egli partecipi (senza diritto di voto) alle assemblee dei soci e persino

---

<sup>72</sup> V. LEMMI, *La disciplina dei titoli di debito nelle S.r.l.*, in *Diritto e processo*, 2019, p. 231 ss.

alle riunioni del Consiglio di amministrazione della S.r.l., così da poter vigilare dall'interno sugli interessi dei portatori di titoli di debito. Lo statuto, inoltre, può regolare le modalità di convocazione dell'assemblea e prevedere l'istituzione di un libro sociale dove inserire i verbali assembleari. Nel caso in cui siano stati emessi più presiti obbligazionari, viene riconosciuta la facoltà di creare assemblee separate per i titoli di ciascuna emissione, che saranno tenute a deliberare sugli strumenti finanziari di competenza, oltre alla possibilità di ricorrere alla convocazione di un'assemblea generale di tutti i titolari degli strumenti di debito emessi dalla medesima società, che sarà invece tenuta a deliberare su questioni che interessino trasversalmente le varie categorie di titoli di debito emessi. Le clausole statutarie dovranno in tal caso coordinare i poteri rispettivi di queste assemblee speciali e stabilire, ad esempio, che le deliberazioni dell'assemblea generale dei portatori non possano pregiudicare i diritti particolari dei possessori di una singola emissione, salvo approvazione anche da parte dell'assemblea separata di quella emissione. Si afferma, comunque, che tale disciplina non è prevista dall'ordinamento e, come abbiamo prima citato, può essere modificata in base alla volontà delle parti. L'atto costitutivo può contenerla ab origine oppure può limitarsi a prevedere la facoltà di emettere titoli di debito lasciando poi a ciascuna decisione di emissione il compito di introdurre le regole sul rapporto tra società e sottoscrittori. In pratica, molte S.r.l. preferiscono non appesantire lo statuto con tutte queste previsioni, ma disciplinarle nel regolamento del prestito obbligazionario approvato con la delibera di emissione. È proprio la disciplina dei titoli di debito nelle S.r.l., tramite il quarto comma dell'art. 2483 c.c., ad illustrare il tipo di clausola statutaria-regolamentare possibile, stabilendo che la decisione di emissione può prevedere che, previo consenso della maggioranza dei possessori dei titoli, la società possa modificare condizioni del prestito e modalità di rimborso<sup>73</sup>. Essa viene definita come clausola di modificabilità del prestito e consente alla società emittente, se approvata dalla maggioranza dei portatori dei titoli, di cambiare in corso di rapporto alcune condizioni<sup>74</sup>. È proprio in questa materia che viene ravvisata l'utilità nell'istituzione di un'assemblea dei portatori dei titoli di debito: essa costituisce la sede naturale per deliberare collettivamente sulle modifiche proposte, garantendo al contempo informazione e parità di trattamento tra i finanziatori. In assenza di un simile contesto, la società dovrebbe raccogliere individualmente il consenso scritto della maggioranza dei creditori, operazione complicata e priva di una disciplina positiva. Pertanto, le clausole statutarie che strutturano un'organizzazione dei

---

<sup>73</sup> Art. 2483, comma 4, c.c., il quale recita: «La decisione di emissione dei titoli prevede le condizioni del prestito e le modalità del rimborso ed è iscritta a cura degli amministratori presso il registro delle imprese. Può altresì prevedere che, previo consenso della maggioranza dei possessori dei titoli, la società possa modificare tali condizioni e modalità».

<sup>74</sup> G. NICCOLINI, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato delle società*, Napoli, 2004, II, p. 1080 ss.

portatori di titoli sono da considerarsi uno strumento prezioso per la gestione efficiente dei rapporti con i finanziatori nella S.r.l.<sup>75</sup>.

### 3. *La natura giuridica e pubblicità*

I titoli di debito delle S.r.l. rappresentano una forma di finanziamento della società emittente che decide di finanziarsi ricorrendo al debito. La loro emissione non comporta l'acquisizione di diritti amministrativi nella società, con ciò si intende che, a differenza delle quote o azioni, tali strumenti finanziari non conferiscono a chi ne è il titolare il diritto di voto, che permette di influenzare e condurre la gestione della società, acquisendo la qualifica di socio. Infatti, la sottoscrizione dei titoli di debito conferisce al compratore la semplice qualifica di creditore della società, quindi sarà lui attribuito un diritto al rimborso del capitale, a differenza di ciò che accade con le quote o azioni, che non garantiscono un rimborso del capitale in quanto questo dipende dall'andamento economico della società e la distribuzione degli utili, si dice che il rimborso del capitale sia aleatorio in questi casi<sup>76</sup>. Tuttavia, i titoli di debito potrebbero essere forniti di diritti particolari, come il diritto all'interesse, al rimborso a scadenza, e i diritti convenzionali stabiliti nel regolamento del prestito<sup>77</sup>. In caso di insolvenza o liquidazione della società, tali creditori concorreranno chirografari salvo eventuali garanzie o clausole di subordinazione che li collochino diversamente nelle graduatorie di pagamento<sup>78</sup>. La natura giuridica del rapporto che intercorre tra la società emittente ed il sottoscrittore è di natura contrattuale e viene qualificata come un contratto di mutuo o di finanziamento a titolo oneroso, concluso in forma collettiva tra la società e una pluralità di investitori. La delibera di emissione costituisce l'offerta contrattuale con cui la società propone agli investitori qualificati di sottoscrivere il prestito alle condizioni stabilite. L'adesione da parte degli investitori (mediante la sottoscrizione dei titoli dietro versamento dei fondi) perfeziona il contratto di mutuo<sup>79</sup>, determinando l'effettivo sorgere del rapporto obbligatorio tra società e sottoscrittori. Si realizza così uno schema negoziale complesso: da un lato un atto unilaterale organizzativo, la delibera sociale, che è presupposto necessario, dall'altro una serie di contratti di sottoscrizione in forma standardizzata, pari nel contenuto per tutti i finanziatori, che formalmente possono

---

<sup>75</sup> F. GHEZZI, *Le obbligazioni nelle società di capitali*, Giappichelli, 2017, p. 121 ss.

<sup>76</sup> M. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale – Diritto delle società*, UTET, Torino, 2022, p. 445 ss.

<sup>77</sup> V. LEMMI, *I titoli di debito nelle S.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*, Giappichelli, 2012, p. 198.

<sup>78</sup> G. ZANARONE, *Le obbligazioni nelle società di capitali*, in *Trattato delle società*, vol. 3, UTET, 2004, p. 303 ss.

<sup>79</sup> M. STELLA RICHTER JR., *Strumenti finanziari partecipativi e capitale sociale nella S.r.l.*, in *Società*, 2018, p. 401 ss.

intercorrere individualmente tra la società e ciascun sottoscrittore ma sostanzialmente costituiscono parti di un'operazione unitaria. In funzione di ciò, l'ordinamento giuridico definisce i titoli di debito come titoli di massa, emessi in serie e destinati alla circolazione<sup>80</sup>, e come titoli causali, in quanto il titolo incorpora una posizione creditoria che trova giustificazione in un ben preciso rapporto causale (il finanziamento concesso alla società). Un ampio dibattito in dottrina ha riguardato l'ammissibilità dell'emissione di tali titoli anche in assenza di una massa di sottoscrittori. Con ciò, ci si interroga se l'emissione sia legittima solo ed esclusivamente in presenza di una pluralità di sottoscrittori o anche in presenza di un unico, purché vengano emessi formalmente più titoli. Il secondo caso rappresenta l'ideologia maggiormente diffusa in dottrina, a costo che un singolo investitore si accoli l'intero prestito. Il documento, cartaceo o dematerializzato, consegnato al sottoscrittore attesta la presenza di un credito derivante da un contratto di mutuo e su di questo sono indicati gli elementi essenziali del contratto (generalità dell'emittente, valore nominale, tasso d'interesse, scadenza, eventuali limitazioni alla circolazione, identificazione del primo sottoscrittore garante ex lege, ecc.) mentre per altri dettagli contrattuali occorre fare riferimento alla delibera assembleare che ha approvato l'emissione o ad altri documenti ad essa allegati. Inquadrando dunque la fattispecie, si può concludere che l'emissione di titoli di debito configuri un'operazione complessa mista società-contratto: la società esercita una propria capacità negoziale riconosciuta dallo statuto (mediante una deliberazione interna), ma lo strumento finale è un contratto di finanziamento diffuso, i cui termini sono predeterminati unilateralmente dalla società nella delibera e accettati tacitamente dai sottoscrittori tramite l'adesione all'offerta (sottoscrizione). Non a caso, autorevoli studiosi parlano della delibera di emissione come di una "proposta contrattuale" rivolta dalla società ai potenziali finanziatori, che si perfeziona in vincolo contrattuale con il semplice incontro dei consensi (sottoscrizione dei titoli) senza necessità di ulteriori formali contratti tra le parti<sup>81</sup>. Rimanendo in tale materia, ci si interroga, di conseguenza, sulla forma che debba essere adottata dalla delibera. Infatti, il legislatore lascia la scelta relativa alla forma di questa all'autonomia statutaria, affermando che la delibera di emissione di titoli di debito in una S.r.l. potrebbe essere adottata anche con il mero verbale assembleare o con la semplice stesura in forma scritta. Tuttavia, la

---

<sup>80</sup> F. GALGANO, *Diritto commerciale*, Cedam, 2021, vol. II, p. 165.

<sup>81</sup> Tale tesi è sostenuta da: G. PRESTI – A. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Zanichelli, ult. ed., vol. I, p. 524 ss., dove si afferma che i titoli di massa, tra cui rientrano i titoli di debito ex art. 2483 c.c., configurano strumenti contrattuali la cui emissione costituisce proposta rivolta agli investitori, perfezionata mediante la loro sottoscrizione. Inoltre, anche da: anche A. MAFFEI ALBERTI, *Le obbligazioni nelle società di capitali*, in *Trattato delle società*, diretto da G. Cottino, vol. III, tomo II, Cedam, 2004, p. 2995 ss., secondo cui il contratto sottostante all'emissione di titoli di massa nasce dalla combinazione tra una deliberazione societaria (atto unilaterale) e l'accettazione tacita da parte dei sottoscrittori. Infine, interviene in materia anche: F. GHEZZI – R. PATRIARCA, *Manuale di diritto commerciale*, Giappichelli, ult. ed., p. 594 ss., ove si evidenzia che la delibera di emissione è sufficiente a costituire il contratto, senza bisogno di stipule ulteriori.

maggior parte della dottrina e la prassi notarile suggeriscono fortemente l'adozione della forma dell'atto pubblico notarile<sup>82</sup>. Le motivazioni sono plurime: in primis, appare incoerente che un atto di tale importanza all'interno del contesto societario sia redatto senza controllo notarile, considerando che la norma analoga per le S.p.A. (art. 2410 c.c.<sup>83</sup>) impone l'intervento del notaio. Inoltre, da un punto di vista pratico, il verbale notarile di emissione, oltre a garantire la legalità formale dell'operazione, costituisce titolo esecutivo ai sensi dell'art. 474, co. 2, c.p.c.<sup>84</sup> per le obbligazioni in esso contenute<sup>85</sup>. In altri termini, il sottoscrittore che sia creditore di somme per capitale o interessi potrà direttamente avvalersi del verbale notarile di emissione come titolo per l'esecuzione forzata, senza dover ottenere un ulteriore provvedimento giudiziario di accertamento. Si comprende bene come questa sia una tutela ulteriore e rilevante in favore dei finanziatori. Alcuni argomenti testuali a sostegno di tale tesi sono stati ricavati dal confronto con la disciplina delle cooperative: l'art. 2526 c.c., pur consentendo alle cooperative "piccole" (quella a cui si applicano le norme sulle S.r.l.) di emettere strumenti finanziari, rinvia implicitamente per la forma dell'atto alle regole delle S.p.A., tanto che al terzo comma precisa che la cooperativa "può offrire in sottoscrizione strumenti finanziari secondo le norme previste per le società per azioni". Da ciò si è tratto spunto per affermare che, quando anche una S.r.l. emette titoli di debito, debbano applicarsi in quanto compatibili le disposizioni sulle obbligazioni, ivi compreso l'obbligo di verbale notarile ex art. 2410 c.c. (che del resto non è norma eccezionale, ma esprime un principio generale di tutela dei sottoscrittori). In definitiva, pur non essendovi uniformità di vedute assoluta, nella pratica è vivamente consigliato (se non dato per necessario) che la delibera di emissione sia ricevuta o quantomeno autenticata da un notaio. Un'ulteriore tematica da analizzare, pur sempre riguardante l'ambito delle deliberazioni in materia di titoli di debito, riguarda la pubblicità. Bisogna effettuare una distinzione iniziale tra: la deliberazione assembleare che modifica lo statuto introducendo o modificando la clausola autorizzativa all'emissione degli strumenti di debito, dalla decisione

---

<sup>82</sup> Tale tesi è sostenuta da: G. ZANARONE, *I titoli di debito delle S.r.l. ex art. 2483 c.c.*, in *Studi e Materiali*, 2005, p. 8 ss., dove si afferma che, pur non essendoci un obbligo normativo espresso, "è vivamente consigliato che la delibera di emissione assuma forma di atto pubblico per garantirne certezza, pubblicità e opponibilità, nonché per dotare il creditore di un titolo esecutivo". In materia interviene anche: G. FAUCEGLIA, *I titoli di debito delle S.r.l.*, in *Le nuove S.r.l. dopo la riforma del diritto societario*, Milano, 2004, p. 213, sottolinea come la forma dell'atto pubblico offra un "evidente vantaggio probatorio e processuale" per i creditori titolari dei titoli.

<sup>83</sup> Art. 2410 c.c., il quale cita: «In ogni caso la deliberazione di emissione deve risultare da verbale redatto da notaio...».

<sup>84</sup> Art. 474, comma 2, c.p.p., il quale recita: «Sono titoli esecutivi: 1) le sentenze, i provvedimenti e gli altri atti ai quali la legge attribuisce espressamente efficacia esecutiva; 2) le scritture private autenticate, relativamente alle obbligazioni di somme di denaro in esse contenute, le cambiali, nonché gli altri titoli di credito ai quali la legge attribuisce espressamente la stessa efficacia; 3) gli atti ricevuti da notaio o da altro pubblico ufficiale autorizzato dalla legge a riceverli».

<sup>85</sup> G. PRESTI – A. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Zanichelli, ult. ed., p. 526, dove si suggerisce la forma notarile come strumento utile a "rafforzare la tutela del sottoscrittore", specie laddove si intenda far valere il titolo come titolo esecutivo ai sensi dell'art. 474, co. 2, c.p.c.

assembleare o da parte degli amministratori della società di emissione di un singolo prestito. In merito al primo caso, trovano applicazione le norme generali sulle modificazioni dell'atto costitutivo delle S.r.l.: la delibera dei soci, ricevuta dal notaio, dev'essere depositata per l'iscrizione nel Registro delle Imprese entro 30 giorni<sup>86</sup>(artt. 2480, 2436 c.c.). L'iscrizione ha efficacia costitutiva per le modifiche statutarie<sup>87</sup>, sicché la società non può considerarsi legittimata a emettere titoli di debito finché la clausola statutaria autorizzativa non sia divenuta efficace mediante registrazione. Quindi, nel caso non dovesse essere iscritta nel registro, tutte le successive deliberazioni sarebbero invalide. Per quanto riguarda il secondo caso, il comma 4 dell'art. 2483 c.c. dispone che essa "è iscritta a cura degli amministratori presso il registro delle imprese"<sup>88</sup>. Si tratta, quindi, di un deposito obbligatorio, finalizzato a rendere conoscibile ai terzi l'avvenuta emissione e le condizioni del prestito. La legge non precisa però se tale pubblicità abbia efficacia meramente dichiarativa (di notizia) oppure costitutiva. In assenza di specificazioni, la dottrina prevalente ritiene che l'iscrizione della delibera di emissione abbia natura di pubblicità dichiarativa<sup>89</sup>: vale a dire che la delibera è valida ed efficace dal momento della sua adozione, ma finché non è pubblicata non potrà essere opposta ai terzi che abbiano eventualmente acquisito diritti inconsapevoli ad essa contrari (art. 2193 c.c.<sup>90</sup>). Quindi, nel caso in cui la società emetta i titoli di debito e prosegua alla loro sottoscrizione da parte degli investitori, i relativi contratti sarebbero validi fra le parti ma non opponibili ai terzi, fino al momento in cui non avviene la pubblicazione. La maggior parte della dottrina afferma comunque che l'eventuale sottoscrizione dei titoli di debito può avvenire legittimamente anche immediatamente dopo l'adozione della delibera, senza dover attendere

---

<sup>86</sup> L'art. 2480 c.c. cita il seguente testo: «Le modificazioni dell'atto costitutivo sono deliberate dall'assemblea dei soci a norma dell'articolo 2479 bis. Il verbale è redatto da notaio e si applica l'articolo 2436». L'art. 2436 c.c. in questione afferma che: «Il notaio che ha verbalizzato la deliberazione di modifica dello statuto, entro trenta giorni, verificato l'adempimento delle condizioni stabilite dalla legge, ne richiede l'iscrizione nel registro delle imprese contestualmente al deposito e allega le eventuali autorizzazioni richieste. L'ufficio del registro delle imprese, verificata la regolarità formale della documentazione, iscrive la delibera nel registro».

<sup>87</sup> M. CIAN, *Le società. S.r.l. e cooperative*, in *Trattato di diritto privato*, Giuffrè, Milano, 2015, p. 432

<sup>88</sup> Art. 2483, comma 4, c.c., il quale cita: «La decisione di emissione dei titoli prevede le condizioni del prestito e le modalità del rimborso ed è iscritta a cura degli amministratori presso il registro delle imprese. Può altresì prevedere che, previo consenso della maggioranza dei possessori dei titoli, la società possa modificare tali condizioni e modalità».

<sup>89</sup> Tale tesi è sostenuta da: A. ROSSI, in *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, in *Rivista delle società*, 2005, p. 1341 ss., afferma che la validità della delibera non è subordinata all'iscrizione, ma solo l'opponibilità ai terzi lo è, coerentemente con la struttura generale della pubblicità nel Registro delle Imprese. Inoltre, ulteriori contributi provengono da: A. RUOTOLO, in *Codice civile Commentato* diretto da F. Galgano, sub art. 2483 c.c., Milano, 2016, sostiene che la norma recepisce il meccanismo della pubblicità dichiarativa tipico delle delibere di secondo livello (come quelle di emissione strumenti finanziari), in quanto la volontà è già perfezionata all'interno dell'organo competente, e G. ZANARONE, *I titoli di debito delle S.r.l.*, in *Studi e Materiali*, 2005, chiarisce che l'iscrizione prevista dal quarto comma dell'art. 2483 c.c. non ha efficacia costitutiva, ma funzione di mera opponibilità verso i terzi, analogamente a quanto previsto dall'art. 2193 c.c.

<sup>90</sup> Art. 2193 c.c., il quale cita: «I fatti dei quali la legge prescrive l'iscrizione, se non sono stati iscritti, non possono essere opposti ai terzi da chi è obbligato a richiederne l'iscrizione, a meno che questi provi che i terzi ne abbiano avuto conoscenza. L'ignoranza dei fatti dei quali la legge prescrive l'iscrizione non può essere opposta dai terzi dal momento in cui l'iscrizione è avvenuta».

l'iscrizione della stessa; tuttavia, i terzi estranei potrebbero opporre la mancata pubblicazione se la società tentasse di far valere nei loro confronti clausole o condizioni non conoscibili al momento. In ogni caso, l'iscrizione della delibera di emissione è necessaria per assicurare piena efficacia ed opponibilità esterna all'operazione. Una volta iscritta, essa produce i suoi effetti sia all'interno (nei rapporti tra società e investitori) sia verso i terzi (ad esempio, i creditori sociali saranno informati dell'esistenza di nuovi debiti finanziari in capo alla società).

#### *4. Pattuizioni accessorie del prestito*

Come si è già affermato nel paragrafo precedente, il legislatore conferisce autonomia contrattuale per quanto riguarda la definizione di clausole accessorie nell'emissione dei titoli di debito. Tra queste rientrano i patti di subordinazione, finalizzati a regolare la posizione dei sottoscrittori dei titoli rispetto agli altri creditori della società. Ad esempio, i titoli possono essere subordinati nel rimborso (postergati) in caso di liquidazione o insolvenza, così che i portatori vengano soddisfatti solo dopo determinati altri creditori. La legittimità di tali clausole viene assicurata sia dall'art. 2438, comma 4, c.c.<sup>91</sup>, e ribadita successivamente dal legislatore con l'art. 32, D.l. 83/2012<sup>92</sup>.

Analogamente, è ammesso prevedere clausole di partecipazione agli utili o a parametri di risultato dell'impresa (c.d. interessi "partecipativi" o remunerazione indicizzata all'andamento dell'attività sociale), combinando una componente variabile del rendimento con quella fissa tipica dell'interesse. Ulteriori garanzie contrattuali a favore dei sottoscrittori sono senz'altro possibili. Tra queste, ad esempio, la società emittente (o terzi) può offrire garanzie reali o personali a supporto del prestito, ad esempio concedendo un'ipoteca su beni sociali o una fideiussione bancaria a beneficio dei portatori dei titoli, senza che ciò incida sulla validità dell'emissione (la presenza di garanzie aggiuntive è anzi prevista anche per i prestiti obbligazionari delle S.p.A.)<sup>93</sup>. Tra le pattuizioni accessorie rientrano anche i covenant finanziari, ossia clausole che impongono alla società emittente di rispettare determinati impegni o parametri finanziari a tutela dei creditori obbligazionisti. In questo modo, il sottoscrittore vuole precludere alla società emittente di assumere rischi finanziari elevati a garanzia dell'adempimento dell'obbligazione. Ad esempio, si possono prevedere limiti all'assunzione di nuovo indebitamento, al compimento di operazioni straordinarie o obblighi di mantenere certi indici di bilancio, con eventuale decadenza dal beneficio del termine o

---

<sup>91</sup> Art. 2483, comma 4, c.c., il quale cita: «La decisione di emissione dei titoli prevede le condizioni del prestito e le modalità del rimborso...».

<sup>92</sup> Art. 32, D.l. n. 83/2012, conv. con mod. in L. 7 agosto 2012, n. 134. Sulla rilevanza di tale norma nell'ampliamento dell'autonomia statutaria anche in relazione all'emissione di titoli di debito.

<sup>93</sup> G. PRESTI – M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Zanichelli, 2021, p. 522 ss.

rimborso anticipato se tali covenant vengono violati. Queste clausole possono attribuire, ai portatori dei titoli, la possibilità di usufruire di determinati strumenti di monitoraggio delle performance societarie, talora anche più incisivi di quanto ipotizzato espressamente dalla legge. La dottrina evidenzia, ad esempio, che nulla vieta alla S.r.l. di stipulare contratti di finanziamento contenenti covenant che concedano ai creditori ampie prerogative di controllo<sup>94</sup>. Ciò rientra nell'autonomia contrattuale, purché tali clausole non si traducano nell'attribuzione ai creditori di poteri gestori o di diritti riservati ai soci, tale limite è inderogabile in quanto entra in contrasto con la natura di mero finanziamento tipica dei titoli di debito. Allo stesso modo, non si possono attribuire ai creditori diritti di voto nelle assemblee sociali o altri diritti partecipativi che incidano sul governo societario. Sono invece considerate ammissibili, da parte di alcuni autori, forme più attenuate di tutela partecipativa dei portatori<sup>95</sup>. Ad esempio, si è ipotizzato di riconoscere ai sottoscrittori dei titoli il diritto di assistere alle assemblee dei soci (senza diritto di voto) o di ricevere informazioni periodiche sulla gestione della società. In conclusione, l'autonomia contrattuale che viene concessa agli amministratori da parte del legislatore permette di definire un'ampia gamma di pattuizioni accessorie per conformare il rapporto di prestito alle esigenze delle parti, fermo restando il divieto di non attribuire diritti tipici dei titolari delle partecipazioni sociali<sup>96</sup>.

##### 5. *I vincoli imposti dall'art. 2483 c.c.*

L'art. 2483 c.c. impone stringenti limiti legali all'emissione e al collocamento dei titoli di debito da parte di S.r.l., i quali hanno carattere inderogabile e mirano a tutelare gli investitori non professionali. Il limite principale riguarda la preclusione agli investitori non professionali (retail) alla sottoscrizione dei titoli di debito, riservandola solo a investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale<sup>97</sup>. Tuttavia, la successiva circolazione dei titoli sarà consentita anche agli altri investitori, purché sottoscrivano gli strumenti finanziari direttamente dagli investitori professionali che li hanno acquistati in prima emissione, ma di questo si parlerà a breve. Un limite ulteriore è individuato nel divieto di sollecitare il pubblico risparmio in relazione a tali strumenti: la società non può effettuare offerte pubbliche né forme di pubblicità rivolte al pubblico indifferenziato per vendere i propri titoli di debito. Nonostante tale divieto, il Regolamento UE 2020/1503 ha introdotto una deroga in materia che consente forme circoscritte di collocamento anche verso il

---

<sup>94</sup> M. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2 – Diritto delle società*, UTET, 2022, p. 356 ss.

<sup>95</sup> G. FERRI JR., *Manuale di diritto delle società*, Giappichelli, 2020, p. 271 ss.

<sup>96</sup> F. GALGANO, *Le obbligazioni e i contratti di finanziamento nelle società*, in *Trattato di diritto commerciale*, Cedam, 2017, p. 418 ss.

<sup>97</sup> Art. 2483, co. 2, c.c., sulla questione anche P. MONTALENTI – M. NOTARI, *Il nuovo diritto delle società*, Giuffrè, 2004.

pubblico retail. Tali eccezioni operano nel contesto delle emissioni riservate a investitori professionali e delle piattaforme di crowdfunding regolamentate a livello europeo<sup>98</sup>. Queste restrizioni riflettono la ratio protettiva della norma, volta a evitare che i risparmiatori al dettaglio siano esposti al rischio di strumenti finanziari emessi da S.r.l. (tipicamente imprese non soggette alle severe regolamentazioni delle società quotate) senza adeguate cautele<sup>99</sup>. Si può affermare il fatto che il legislatore ha definito questo meccanismo in modo tale da assicurarsi che l'intermediario finanziario professionale che acquista i titoli in prima emissione possa valutarne il rischio, così da garantire l'adempimento dell'obbligazione a tutti gli investitori non qualificati che eventualmente lo acquisteranno in seconda emissione<sup>100</sup>. Il vincolo della sottoscrizione riservata ad investitori professionali è strettamente connesso con un ulteriore meccanismo di tutela previsto dall'art. 2483 c.c., ovvero la responsabilità di garanzia a carico dell'investitore qualificato nei confronti degli acquirenti successivi non professionali. In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce ad un soggetto che non sia a sua volta un investitore professionale (né un socio della società emittente) risponde della solvibilità della società verso l'acquirente finale. Questa previsione scoraggia di per sé la diffusione dei titoli tra il pubblico retail, poiché il primo sottoscrittore professionale rimane garante del rimborso nel caso in cui il titolo "esca" dal circuito qualificato. In altri termini, pur non essendovi un divieto assoluto di cessione dei titoli a investitori non qualificati, tale possibilità è mitigata dall'obbligo in capo al cedente professionale di farsi carico del rischio di insolvenza dell'emittente verso il nuovo acquirente<sup>101</sup>. Data la presenza di questi vincoli inderogabili, il collocamento dei titoli di debito di S.r.l. avviene tipicamente mediante operazioni riservate (private placement) e negoziazione in mercati ristretti. La legge, tuttavia, ha previsto possibili deroghe legislative alla disciplina generale quando ricorrano determinate condizioni. Un esempio significativo è contenuto nelle norme sui mini-bond introdotte dal 2012 in poi: il legislatore, allo scopo di favorire l'accesso delle PMI al mercato dei capitali, ha stabilito che ove l'emissione di titoli di debito sia interamente destinata a investitori professionali e i titoli siano negoziati in un mercato dedicato a tali soli investitori (come il segmento ExtraMOT Pro), talune restrizioni possano essere allentate. In particolare, in tali casi non si ha sollecitazione del pubblico risparmio ai sensi delle norme del TUF, risultando applicabile l'esenzione dall'obbligo di prospetto per le offerte riservate a investitori qualificati (art. 100 D.Lgs. 58/1998)<sup>102</sup>. Inoltre, si è ritenuto in

---

<sup>98</sup> G. FAUCEGLIA, *Crowdfunding e diritto societario: tra rigidità interne e apertura ai mercati*, in *Giur. comm.*, 2019, II, il quale sottolinea come le deroghe al divieto originario si giustifichino nel contesto di circuiti vigilati o regolamentati, dove la protezione del risparmio è affidata a meccanismi alternativi rispetto al divieto assoluto.

<sup>99</sup> v. nota 103

<sup>100</sup> PRESTI-RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Zanichelli, ult. ed., p. 442.

<sup>101</sup> MONTALENTI-NOTARI, op. cit.

<sup>102</sup> Art. 100, comma 1, lett. a), D.lgs. n. 58/1998 (T.U.F.)

dottrina che venga meno la necessità della garanzia di solvibilità art. 2483 c.c. nei confronti dei successivi acquirenti: se l'intera vita del titolo si svolge in un circuito professionale chiuso (emissione e scambi solo tra investitori istituzionali), viene meno la "parte debole" da tutelare e dunque la responsabilità del cedente può considerarsi implicitamente esclusa<sup>103</sup>. Tale interpretazione trova conferma nell'art. 32, comma 26, D.l. 83/2012 (conv. L. 134/2012), il quale ha stabilito che, per le emissioni di obbligazioni e titoli di debito destinate interamente a investitori qualificati, alcune disposizioni del Codice civile, tra cui appunto la responsabilità del cedente verso acquirenti non professionali, non si applicano. In conclusione, si afferma il fatto che la disciplina attuale dei titoli di debito nelle S.r.l. impone limiti rigorosi, i quali, tuttavia, vengono in parte mitigati dalle normative speciali più recenti tramite l'introduzione di eccezioni mirate a investitori istituzionali, in un'ottica di bilanciamento tra protezione degli investitori e incentivazione di nuovi canali di finanziamento per le imprese minori<sup>104</sup>.

#### *6. Responsabilità patrimoniale del sottoscrittore iniziale*

Una peculiarità riguardante la disciplina dei titoli di debito nelle società a responsabilità limitata riguarda il regime di responsabilità solidale che sorge in capo al sottoscrittore iniziale (investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale), solidalmente con la società emittente, nel caso in cui si concretizzi inadempimento nel soddisfacimento dell'obbligazione da parte di quest'ultima, a garanzia dei successivi titolari dei titoli. Ai sensi dell'art. 2483, comma 2, c.c., l'investitore professionale che abbia sottoscritto i titoli risponde della solvibilità della società emittente nei confronti degli acquirenti dei titoli che non siano a loro volta investitori professionali né soci della società<sup>105</sup>. In altri termini, l'investitore professionale originario funge da "fideiussore legale" del prestito obbligazionario verso i portatori finali non qualificati<sup>106</sup>. Quindi, se la società emittente non adempie alle proprie obbligazioni (interessi o capitale), tali investitori potranno rivalersi sul cedente professionale per ottenere quanto dovuto. Questa responsabilità aggiuntiva non sussiste qualora l'acquirente dei titoli sia esso stesso un investitore professionale oppure un socio della società

---

<sup>103</sup> G. MARASÀ, *I titoli di debito delle S.r.l. tra normativa codicistica e mercati finanziari*, in *Riv. Soc.*, 2016, p. 1038 ss.

<sup>104</sup> M. MAUGERI, *La disciplina europea sul crowdfunding e il recepimento in Italia*, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, 2021, p. 267 ss.

<sup>105</sup> Art. 2483, comma 2, c.c., il quale afferma: «In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima».

<sup>106</sup> M. NOTARI, *Finanziamenti e responsabilità nelle S.r.l.*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2006, I, p. 345 ss.

emittente<sup>107</sup>. Infatti, il legislatore ha ritenuto che tale forma di garanzia ex lege non sia necessaria nei casi in cui il sottoscrittore successivo sia a sua volta un investitore professionale, considerando tali soggetti capaci di valutare e assumere consapevolmente il rischio dell'operazione, e anche nel caso in cui sia un socio della società, in quanto detiene l'accesso privilegiato alle informazioni sulla gestione sociale (in forza anche al diritto di ispezione ex art. 2476 c.c.<sup>108</sup>) e quindi può conoscere la situazione economico-patrimoniale della società prima di acquistare i titoli. La ratio della norma, dunque, è di proteggere unicamente il risparmiatore "non esperto" ed "esterno", caricando il soggetto professionale interposto del rischio di insolvenza dell'emittente in caso di trasferimento dei titoli verso il pubblico. La responsabilità patrimoniale del sottoscrittore iniziale ha natura di obbligazione legale inderogabile<sup>109</sup>: essa sorge automaticamente al verificarsi delle condizioni previste (trasferimento dei titoli a investitori non qualificati) e non può essere esclusa o limitata per accordo tra le parti. In questo caso, quindi, viene meno l'autonomia contrattuale nella definizione delle condizioni e modalità del prestito ed ogni clausola che preveda diversamente sarà punita con la nullità, in quanto contraria ad una norma imperativa citata dall'art. 2483 c.c.. Qui risiede anche il motivo per il quale i titoli di debito non possono essere emessi come titoli al portatore. Infatti, l'applicazione di tale regime di responsabilità non ammette la circolazione sotto forma anonima dei titoli in quanto è indispensabile poter individuare con certezza il soggetto tenuto alla garanzia<sup>110</sup>. Ne consegue che i titoli di debito delle S.r.l. devono essere emessi in forma nominativa o comunque trasferiti con modalità che consentano la tracciabilità dei passaggi di titolarità. Solo garantendo l'identificazione del cedente è possibile dare piena efficacia all'obbligo di garanzia sancito dalla legge. Da un punto di vista puramente giuridico, molti autori hanno tentato di definire la natura di tale responsabilità. Alcuni l'hanno accostata alla garanzia per l'insolvenza del debitore ceduto prevista in materia di cessione del credito<sup>111</sup> (art. 1267 c.c.), osservando che anche in quel caso il cedente può rispondere per l'eventuale inadempimento del debitore originario. Tuttavia, vi sono differenze significative: la garanzia nella cessione del credito opera solo se espressamente pattuita

---

<sup>107</sup> Art. 2483, comma 3, c.c., il quale afferma: «Il secondo comma non si applica ai titoli destinati ad essere acquistati esclusivamente da investitori professionali ai sensi delle leggi speciali...».

<sup>108</sup> Art. 2476, comma 2, c.c., il quale afferma: «hanno diritto di avere dagli amministratori notizie sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare, anche tramite professionisti di loro fiducia, i libri sociali ed i documenti relativi all'amministrazione».

<sup>109</sup> P. MONTALENTI – M. NOTARI, in *Il nuovo diritto delle società*, Giuffrè, 2004, sub art. 2483 c.c., osservano che la responsabilità a carico dell'investitore professionale che trasferisce titoli a soggetti non qualificati non ha natura contrattuale, bensì costituisce una forma di garanzia legale imposta direttamente dalla norma, con funzione protettiva a favore degli investitori retail. La clausola ha carattere inderogabile, poiché il legislatore ha inteso assicurare un presidio di tutela per il caso in cui i titoli escano dal circuito professionale, indipendentemente dalla volontà delle parti.

<sup>110</sup> G. PRESTI – A. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Zanichelli, ult. ed., p. 443, sottolineano come la natura legale della garanzia e la sua funzione protettiva impongano che il trasferimento dei titoli avvenga in modo tracciabile, così da consentire l'esercizio effettivo del diritto di regresso da parte dell'acquirente.

<sup>111</sup> Art. 1267 c.c., in tema di cessione del credito e garanzia della solvenza del debitore ceduto.

(“salvo patto contrario” l’alienante non risponde della solvenza del debitore, ex art. 1267 c.c.) e, quand’anche convenuta, è limitata a quanto il cedente abbia ricevuto (oltre interessi e spese) e non può essere aggravata oltre i limiti di legge. Al contrario, la responsabilità ex art. 2483 c.c. è imposta direttamente dalla legge, prescinde da qualsiasi patto e potenzialmente copre l’intero importo dovuto dall’emittente ai portatori non qualificati, trattandosi quindi di una forma di garanzia sui generis<sup>112</sup>, dettata da finalità di protezione del terzo acquirente. Una questione ancora molto dibattuta in dottrina riguarda l’interrogativo se il cedente risponda soltanto verso il proprio immediato acquirente non qualificato o anche nei confronti di tutti i successivi giratari non professionali lungo la catena di circolazione. L’interpretazione letterale sembrerebbe attribuire la responsabilità ad ogni cedente nei confronti del proprio acquirente non qualificato, con eventuale effetto a cascata (il primo sottoscrittore risponderebbe verso il secondo acquirente, il secondo verso il terzo se anch’egli non qualificato, e così via). In ogni caso, la difficoltà di tracciare tale catena di regresso oltre il primo passaggio e il silenzio della legge sul punto mantengono aperto il dibattito. Ciò non intacca però il principio di base, secondo il quale il primo investitore professionale che sottoscrive il titolo di debito funge da “filtro di garanzia” per proteggere gli investitori non professionali che dovessero divenire in seguito portatori di quel titolo.

### *7. I titoli di debito convertibili in partecipazioni sociali*

Vi è completo silenzio in dottrina a riguardo della possibilità di emettere titoli di debito convertibili in quote di capitale sociale della società a responsabilità limitata, infatti, la norma codicistica proposta dall’art. 2483 c.c. si occupa solo di disciplinare in termini generali l’emissione dei titoli di debito, senza specificarne l’ammissibilità della conversione dei titoli in equity, come accade nelle società per azioni. Tuttavia, la prassi prevede diversamente e ritiene ammissibile l’emissione di tale tipologia di strumenti finanziari, purché posta in essere compatibilmente con la disciplina vigente<sup>113</sup>. In assenza di una norma ad hoc, si procede in via analogica: si delibera l’emissione di titoli di debito in concomitanza ad un aumento di capitale ad essi riservato, da attuarsi mediante conversione dei titoli stessi. Più precisamente, la società può deliberare un aumento di capitale riservato esclusivamente ai titolari dei titoli di debito, con esclusione del diritto di sottoscrizione degli altri soci, stabilendo che il nuovo capitale venga sottoscritto attraverso la compensazione del credito vantato dai portatori dei titoli verso la società (credito per il rimborso del prestito) con

---

<sup>112</sup> F. BONELLI, *I titoli di debito delle S.r.l.: strumenti finanziari e tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 289 ss.

<sup>113</sup> CAMPOBASSO G.F., *Diritto delle società*, UTET, Torino, 2023, p. 360 ss.

l'obbligo di conferimento derivante dalla sottoscrizione dell'aumento. In tal modo, alla scadenza (o nel termine previsto) i titolari potranno optare per la conversione, rinunceranno al diritto di rimborso del capitale investito nei titoli e, in cambio, otterranno quote di partecipazione nella S.r.l., liberando così l'aumento di capitale. Dal punto di vista formale, questa operazione richiede l'adozione di due deliberazioni coordinate: una di emissione dei titoli di debito e una di aumento di capitale a servizio della conversione. Si notano alcune differenze sostanziali in materia a confronto con le S.p.A.: in queste, l'aumento di capitale è deliberato insieme all'emissione delle obbligazioni convertibili, costituendo un'operazione unitaria. Nelle S.r.l., invece, il diritto di conversione non è incorporato nel titolo di debito, in quanto nasce dall'aumento di capitale riservato, considerato come un atto separato, deliberato nel rispetto della disciplina di tale tipologia societaria<sup>114</sup>. Infatti, l'aumento del capitale è consentito solo se: l'atto costitutivo prevede espressamente tale facoltà o nel caso in cui vi sia il consenso unanime di tutti i soci alla specifica operazione di aumento riservato<sup>115</sup>. In assenza di una esplicita previsione statutaria, quindi, è necessario ottenere il consenso unanime di tutti i soci per deliberare l'operazione di conversione. Tale quorum rafforzato è imposto dalla disciplina delle società a responsabilità limitata, basata su la natura personalistica di tale modello societario, e tale operazione determina l'ingresso di nuovi soci (i portatori dei titoli convertiti) con esclusione dei precedenti dal diritto di mantenere invariata la propria percentuale partecipativa. In merito alla natura del conferimento, si afferma che l'aumento a servizio della conversione, pur attuato mediante compensazione di un credito, non configura un conferimento in natura, ma un conferimento in denaro. Di conseguenza, non è richiesta la relazione di stima di un esperto (ex art. 2465 c.c.), bensì l'operazione segue le normali regole degli aumenti in denaro<sup>116</sup>. La dottrina suggerisce di applicare in via analogica le norme dettate per le obbligazioni convertibili delle S.p.A. al fine di disciplinare aspetti non regolati espressamente per le S.r.l. Ad esempio, per stabilire la durata massima entro cui può essere esercitata la conversione, le modalità di esercizio del diritto, l'eventuale aggiustamento del rapporto di cambio in caso di operazioni sul capitale, ecc., si potrà fare riferimento agli artt. 2420-bis e 2420-ter c.c., in quanto compatibili<sup>117</sup>. In passato, parte della dottrina era restia all'ammissibilità dell'emissione dei titoli di debito convertibili in quanto entrava in contrasto con il divieto di offerta al pubblico di partecipazioni sociali di S.r.l., contenuto

---

<sup>114</sup> MONTALENTI P., in *Trattato delle società*, diretto da Niccolini-Stagno d'Alcontres, Giuffrè, Milano, 2010, p. 1786.

<sup>115</sup> G. COTTINO, in *Trattato di diritto commerciale*, Cedam, 2004, vol. II, p. 860 ss.; P. MONTALENTI, in *Il nuovo diritto delle società*, Giuffrè, 2004, sub art. 2481-bis c.c.; G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES, *Manuale di diritto delle società*, Giappichelli, ult. ed., p. 507, i quali evidenziano che nella S.r.l., in assenza di espressa previsione statutaria, l'ingresso di nuovi soci mediante aumento riservato è subordinato al consenso unanime, in applicazione del principio di *intuitus personae* che permea il modello.

<sup>116</sup> ZANARONE G., in *Commentario del Codice Civile*, diretto da Schlesinger, Milano, 2015, sub art. 2465 c.c.

<sup>117</sup> RESCIGNO P., *Obbligazioni convertibili e aumenti di capitale*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2014.

nella disciplina previgente<sup>118</sup>. Si temeva, infatti, che la conversione di titoli diffusi potesse introdurre indirettamente una molteplicità di nuovi soci non prevista dall'atto costitutivo. Questa critica è stata però superata dagli sviluppi normativi: da un lato, la sottoscrizione originaria dei titoli resta comunque riservata ai soli investitori professionali, non configurando una sollecitazione rivolta al pubblico indistinto<sup>119</sup>; dall'altro, l'evoluzione legislativa ha permesso anche alle S.r.l. (qualificate come PMI innovative) di raccogliere capitali di rischio attraverso crowdfunding, cioè con offerte diffuse di quote a nuovi soci. Pertanto, il meccanismo della conversione non viene più visto come un espediente elusivo, bensì come una modalità lecita di capitalizzazione dell'azienda, soggetta alle dovute cautele procedurali. Si deve comunque garantire che, al momento della conversione, le condizioni previste tutelino i soci preesistenti (in particolare rispettando eventualmente il loro diritto di opzione se non integralmente escluso ab origine) e i portatori dei titoli stessi, che devono poter esercitare la conversione in modo informato e non discriminatorio. In conclusione, l'emissione dei titoli di debito convertibili in partecipazioni sociali è, al giorno d'oggi, considerata legittima dall'ordinamento, rappresentando un ulteriore strumento attraverso il quale le S.r.l. possono finanziarsi tramite debito e muovendosi sempre in modo più marcato nella stessa direzione del legislatore comunitario. Dopo questa analisi approfondita riguardante la disciplina codicistica proposta dall'ordinamento in materia di emissione dei titoli di debito, nel prossimo capitolo, si andrà ad analizzare più nello specifico l'emissione dei mini-bond da parte delle S.r.l. e del mercato ExtraMOT Pro, il quale rappresenta il principale canale operativo attraverso cui le S.r.l. accedono concretamente al mercato del debito.

---

<sup>118</sup> Art. 2468, comma 1, c.c.

<sup>119</sup> STELLA RICHTER JR. M., *Strumenti finanziari partecipativi e capitale sociale*, in *Società*, 2018, p. 401 ss.

## CAPITOLO III

### I MINI-BOND E IL MERCATO EXTRAMOT PRO: UNA FORMA ALTERNATIVA DI FINANZIAMENTO

SOMMARIO: – 1. Inquadramento sistematico: l'ExtraMOT Pro nel contesto normativo. – 2. Condizioni di accesso: soggetti, titoli e documentazione. – 3. Investitori destinatari e profili di sottoscrizione. – 4. Vantaggi e limiti strutturali. – 5. Considerazioni conclusive.

#### *1. Inquadramento sistematico: l'ExtraMOT Pro nel contesto normativo*

L'ExtraMOT Pro è stato introdotto attraverso il Decreto Sviluppo 2012 (D.l. 83/2012), il quale fu emanato dal legislatore per favorire l'accesso alle PMI a nuovi canali di finanziamento, costituisce un segmento professionale del mercato ExtraMOT, lanciato da Borsa Italiana e dedicato alla quotazione di obbligazioni e altri strumenti di debito delle imprese<sup>120</sup>. Il nuovo quadro normativo delineatosi estende anche alle società non quotate delle agevolazioni che la disciplina previgente prevedeva solo per le società quotate, tra queste, ad esempio, vi è la possibilità di superare i limiti civilistici all'emissione di obbligazioni<sup>121</sup>, incentivando il ricorso ai mini-bond<sup>122</sup>. Dal punto di vista della natura giuridica, l'ExtraMOT Pro rappresenta un mercato multilaterale di negoziazione (MTF) gestito da Borsa Italiana e soggetto a vigilanza di Consob. Tuttavia, pur essendo sottoposto a vigilanza, non si tratta di un mercato regolamentato e quindi sarà sottoposto ad una disciplina meno rigida<sup>123</sup> con regole di ammissione proprie<sup>124</sup>. Esso permette alle PMI ed alle S.r.l. di accedere al mercato dei capitali in modo meno oneroso e con requisiti ridotti rispetto ai mercati regolamentati<sup>125</sup>, inoltre, le negoziazioni di strumenti finanziari su questo mercato sono riservate esclusivamente ad investitori professionali<sup>126</sup>, ciò lo rende perfettamente compatibile con il divieto

---

<sup>120</sup> Borsa Italiana, ExtraMOT, caratteristiche del mercato.

<sup>121</sup> Art. 2412, comma 2, c.c., il quale cita: «Il limite di cui al primo comma può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali».

<sup>122</sup> G. FAUCEGLIA, *Crowdfunding e diritto societario: tra rigidità interne e apertura ai mercati*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2019, II, p. 403 ss.

<sup>123</sup> CONSOB, *Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.*

<sup>124</sup> A. RAFFAELLI, *Il mercato ExtraMOT Pro: struttura, funzionamento e prospettive*, in *Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze*, 2014, II, p. 431 ss.

<sup>125</sup> G. PRESTI – M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Zanichelli, 2022, p. 412.

<sup>126</sup> E. GUALANDRI – V. VENTURELLI, *Mini-bond e PMI: mercato ExtraMOT e profili regolamentari*, in *Banca Impresa Società*, 2015, n. 1, p. 91 ss.

di sollecitazione al risparmio da parte delle S.r.l. previsto dall'ordinamento. A riguardo di tale divieto, la disciplina codicistica aveva già consentito alle S.r.l. di emettere titoli di debito rivolti esclusivamente nei confronti di investitori professionali già nel 2003 con l'art. 2483 c.c. Il vincolo imposto dal legislatore era finalizzato a minimizzare i rischi assunti dagli investitori retail, i quali, a differenza degli investitori professionali non possono valutare la bontà di una società a responsabilità limitata in modo autonomo, non disponendo delle garanzie che, invece, venivano disposte dalle società per azioni quotate. L'ExtraMOT Pro si inserisce proprio all'interno di questo contesto, costituendo un mercato adattabile perfettamente alla disciplina imposta dall'ordinamento e garantendo che i mini-bond emessi dalle S.r.l. siano offerti unicamente tra investitori qualificati<sup>127</sup>. In altri termini, il mercato ExtraMOT Pro opera come piattaforma chiusa al retail, aprendo un nuovo canale di finanziamento per le S.r.l., fino ad allora escluse dall'accesso diretto al mercato obbligazionario tradizionale, rispettando al contempo le tutele normative per i risparmiatori non professionali.

## 2. Condizioni di accesso: soggetti, titoli e documentazione

Il mercato ExtraMOT Pro prevede varie categorie di emittenti, tra questi, particolar riguardo è posto sulle PMI non quotate. In primis, vi sono le società di capitali non quotate in mercati azionari regolamentati, che assumono forma sia di S.r.l ma anche di S.p.a. non quotata<sup>128</sup>. La normativa sui mini-bond, pur non utilizzando espressamente questo termine, si rivolge infatti alle società diverse dagli intermediari finanziari vigilati (banche, SIM, SGR) e diverse dalle micro-imprese, con l'obiettivo di estendere la platea degli emittenti di obbligazioni anche alle imprese di minori dimensioni. In base all'art. 32 del D.L. 83/2012 (conv. L. 134/2012), vengono esclusi dagli incentivi i soggetti finanziari vigilati e le microimprese, richiedendo in pratica che l'emittente abbia almeno i requisiti dimensionali di una piccola impresa (oltre 10 dipendenti e fatturato > 2 milioni<sup>129</sup>). Sono ammesse all'ExtraMOT Pro anche società cooperative, mutue assicuratrici ed enti pubblici economici, purché emettano strumenti di debito conformi ai requisiti del mercato<sup>130</sup>. Un aspetto fondamentale per le S.r.l. è la necessità di una previsione statutaria che le autorizzi all'emissione di titoli di debito. Infatti, come abbiamo già affermato nel capitolo precedente, lo statuto deve indicare l'organo competente a deliberare l'emissione e le relative maggioranze, altrimenti la società non

---

<sup>127</sup> S. FORTUNATO, *Il finanziamento delle S.r.l. tramite titoli di debito: vincoli e prospettive*, in *Contratto e Impresa*, 2020, p. 331 ss.

<sup>128</sup> G. PRESTI – M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Zanichelli, 2022, p. 413.

<sup>129</sup> Art. 32, D.l. n. 83/2012, conv. con mod. in L. n. 134/2012.

<sup>130</sup> Borsa Italiana, ExtraMOT - Regolamento del mercato e Regole di Ammissione, 2024.

potrebbe emettere validamente mini-bond<sup>131</sup>. Stando invece agli strumenti che possono essere emessi sul mercato, il mercato ExtraMOT Pro è stato disegnato per ospitare un'ampia gamma di strumenti finanziari di debito delle imprese. In particolare, vi si possono quotare: obbligazioni corporate (inclusi i “mini-bond” emessi da PMI), cambiali finanziarie, project bond e strumenti finanziari partecipativi di debito, nonché altre categorie affini<sup>132</sup>. Per consuetudine, si parla di mini-bond con riferimento alle obbligazioni di medio-lungo termine emesse da società non quotate di piccola o media dimensione, con importi relativamente contenuti (generalmente sotto i 50 milioni di euro<sup>133</sup>). Il termine “mini-bond” non ha una definizione legale autonoma, ma è entrato nell'uso per distinguere queste emissioni dalle tradizionali obbligazioni corporate delle grandi imprese<sup>134</sup>. Dal punto di vista giuridico, però, i mini-bond non costituiscono una nuova categoria di strumenti: essi rientrano a pieno titolo tra le obbligazioni (titoli di debito) disciplinate dal Codice civile (artt. 2410-2420 c.c. per le S.p.A., art. 2483 c.c. per le S.r.l.<sup>135</sup>). La differenza sostanziale sta nelle deroghe normative introdotte per favorire queste emissioni: ad esempio, per le S.p.A. non quotate è stata eliminata la soglia che limitava l'emissione di obbligazioni al doppio del capitale sociale più riserve, purché i titoli siano collocati presso investitori qualificati o quotati su un MTF<sup>136</sup>. Allo stesso modo, per le S.r.l., l'emissione di titoli di debito – un tempo di fatto quasi inutilizzata – è divenuta praticabile grazie alla combinazione di norme civilistiche (che ne delimitano i sottoscrittori) e disponibilità di un mercato dedicato in cui far circolare questi strumenti. È importante notare che i titoli emessi dalle S.r.l. non possono essere al portatore (devono essere nominativi o dematerializzati) e incorporano di norma un diritto di credito con obbligo di rimborso del capitale e pagamento di interessi, analogamente alle obbligazioni emesse dalle S.p.A. tradizionali<sup>137</sup>. Infine, per quanto riguarda gli oneri documentali, si afferma che la disciplina prevede che l'emittente presenti un Documento di ammissione contenente le informazioni essenziali sull'operazione<sup>138</sup>. Infatti, Borsa Italiana impone la pubblicazione degli ultimi due bilanci dell'emittente, di cui l'ultimo certificato da un revisore contabile, e la definizione di un documento in cui siano specificati i dati principali sul debitore, sull'emissione (natura, importo, tasso, scadenze, garanzie) e sui rischi principali<sup>139</sup>. Tuttavia, a differenza della disciplina ordinaria, non è prevista la

---

<sup>131</sup> Art. 2483 c.c., e G. FAUCEGLIA, *Crowdfunding e diritto societario*, in *Giur. Comm.*, 2019, II, p. 409.

<sup>132</sup> CONSOB, *Relazione annuale sul mercato ExtraMOT*, 2023.

<sup>133</sup> Banca d'Italia, *Segnalazioni statistiche sulle emissioni obbligazionarie delle PMI*, 2022.

<sup>134</sup> A. RAFFAELLI, *Il mercato ExtraMOT Pro*, in *Riv. Dir. Fin.*, 2014, II, p. 432.

<sup>135</sup> Artt. 2410 ss. e 2483.

<sup>136</sup> Art. 2412, comma 5 c.c., come modificato dal D.L. 83/2012.

<sup>137</sup> CICR, Delib. 19 luglio 2005, n. 1058, in tema di titoli nominativi.

<sup>138</sup> Regolamento (UE) 2017/1129, art. 1, par. 4, lett. d).

<sup>139</sup> Borsa Italiana, *Guida alla quotazione su ExtraMOT Pro*, ed. 2024.

redazione di un prospetto approvato dalla Consob, poiché l'offerta è rivolta esclusivamente a investitori professionali e quindi rientra nelle esenzioni di cui al Regolamento (UE) 2017/1129 e all'art. 100 del TUF. Questa semplificazione riduce significativamente tempi e costi di emissione. Prima dell'ammissione, la società deve inoltre dotarsi di alcuni strumenti interni: ad esempio istituire un Registro dell'Emittente in cui annotare l'ammontare dei titoli emessi, i trasferimenti e i vincoli eventualmente gravanti sugli stessi (per i titoli nominativi), nonché predisporre il Regolamento del Prestito obbligazionario che dettaglia termini e condizioni dei titoli (tasso d'interesse, piano di rimborso, covenant, diritti dei portatori<sup>140</sup>). Una volta ammessi alla negoziazione su ExtraMOT Pro, gli emittenti assumono obblighi informativi continuativi relativamente limitati. Essi devono pubblicare annualmente i bilanci d'esercizio certificati e comunicare al mercato eventuali modifiche rilevanti riguardanti i titoli emessi (ad es. variazioni nei diritti dei portatori, rimborso anticipato, default o eventi che incidano sulle condizioni dei titoli<sup>141</sup>). Non è richiesto il rilascio di un rating creditizio ai fini dell'ammissione, ma se l'emittente ha ottenuto un rating da un'agenzia, esso va reso noto agli investitori<sup>142</sup>. Come si è potuto evincere, il vantaggio dell'ExtraMOT Pro risiede nel bilanciamento che si instaura tra l'esigenza di informare gli investitori professionali con quella di non gravare eccessivamente sulle PMI emittenti. Viene garantito un livello essenziale ma sufficiente di trasparenza che ha contribuito al successo di molte PMI, le quali sono riuscite a quotare mini-bond presentando solo le informazioni fondamentali e avvalendosi della flessibilità concessa, ma al contempo gli investitori istituzionali dispongono di elementi informativi chiave per valutare il merito creditizio dell'emittente.

### 3. *Investitori destinatari e profili di sottoscrizione*

Come si è già accennato all'interno del primo paragrafo, i titoli quotati sull' ExtraMOT Pro sono destinati esclusivamente a investitori professionali, per i quali si intendono, in base al Regolamento ExtraMOT di Borsa Italiana, quelli elencati nell' Allegato II, parti 1 e 2, della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II), recepito nel nostro ordinamento dal T.U.F.<sup>143</sup>. Tale categoria comprende sia gli

---

<sup>140</sup> S. FORTUNATO, *Il finanziamento delle S.r.l. tramite titoli di debito*, in *Contratto e Impresa*, 2020, p. 336.

<sup>141</sup> CONSOB, *Obblighi informativi su MTF e mercati non regolamentati*, 2023.

<sup>142</sup> ESMA, *Guidelines on disclosure for corporate bond markets*, 2021.

<sup>143</sup> La definizione di investitore professionale trova fondamento nell' Allegato II della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II), che distingue tra clienti professionali di diritto (es. banche, assicurazioni, fondi, enti pubblici) e clienti professionali su richiesta, secondo criteri di esperienza, patrimonio e operatività. Tale classificazione è stata recepita nell'ordinamento italiano attraverso l'art. 6, comma 2-quinquies del D.Lgs. 58/1998 (TUF) e ulteriormente disciplinata dall' Allegato 3 del Regolamento Intermediari CONSOB n. 20307/2018, che elenca i soggetti rientranti nella categoria e ne stabilisce le condizioni di identificazione.

investitori professionali di diritto, ad esempio le banche, le imprese di assicurazione, i fondi d'investimento, le società di intermediazione mobiliare (SIM), le società di gestione del risparmio (SGR), i fondi pensione, le grandi imprese che superano determinati requisiti finanziari, sia gli investitori professionali su richiesta<sup>144</sup> (clienti che, previa valutazione, sono qualificati come tali dall'intermediario). Si ricorda, inoltre, che l'art. 2483 c.c., nella sua forma originaria, effettuava una precisazione riguardante il fatto che i sottoscrittori iniziali fossero investitori professionali "soggetti a vigilanza prudenziale", cioè appartenenti a categorie sottoposte alla supervisione di autorità come Banca d'Italia, IVASS o CONSOB in base a leggi speciali (tipicamente banche, assicurazioni, SIM, SICAV, ecc.). Questa espressione restringeva ulteriormente il novero ai soli operatori istituzionali regolamentati, escludendo ad esempio le persone fisiche qualificate come investitori professionali o le grandi aziende non finanziarie<sup>145</sup>. Il regime appena descritto prevede, quindi, che la circolazione dei mini-bond avviene al di fuori dal pubblico dei risparmiatori. Non essendo rivolti al pubblico retail<sup>146</sup>, i mini-bond quotati su ExtraMOT Pro beneficiano dell'esenzione dalla disciplina sulle offerte pubbliche di strumenti finanziari prevista dall'art. 100, comma 1, D.Lgs. 58/1998, T.U.F., il quale impone soglie di importo minimo per sottoscrittore o numero massimo di soggetti coinvolti<sup>147</sup>, ed inoltre, esonera dall'obbligo di prospetto le offerte "rivolte esclusivamente a investitori qualificati". Per quanto riguarda il collocamento dei mini-bond, si afferma che siano prevalentemente collocati attraverso modalità private (private placement), anziché tramite offerta pubblica. In pratica, l'impresa emittente, spesso assistita da un intermediario finanziario o da un consulente specializzato, negozia direttamente l'emissione con uno o più investitori istituzionali interessati<sup>148</sup>. L'ExtraMOT Pro svolge un ruolo di mercato secondario (quotazione post-emissione) più che di luogo di collocamento primario, infatti, molto spesso accade che l'operazione viene pre-allocata interamente a fondi di investimento, banche o altre istituzioni, che sottoscrivono il bond in fase di emissione<sup>149</sup>. Successivamente, il titolo viene quotato su ExtraMOT Pro per consentire una potenziale negoziazione e per conferire trasparenza all'operazione. Il collocamento privato consente di evitare i tempi e i requisiti di un'offerta pubblica, assicurando comunque all'emittente il reperimento dei capitali dai soggetti target. Solitamente le PMI si avvalgono di un advisor finanziario e di un arranger per gestire il processo: l'advisor effettua le analisi preliminari di fattibilità dell'operazione e aiuta l'azienda a strutturare il piano informativo da presentare agli

---

<sup>144</sup> ESMA, *Guidelines on MiFID classification of professional clients*, 2020.

<sup>145</sup> G. FAUCEGLIA, *Crowdfunding e diritto societario*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2019, II, p. 407 ss.

<sup>146</sup> S. FORTUNATO, *Il finanziamento delle S.r.l. tramite titoli di debito*, in *Contratto e Impresa*, 2020, p. 337 ss.

<sup>147</sup> V. pag. 6.

<sup>148</sup> Banca d'Italia – CONSOB, *Guida pratica all'emissione di minibond*, 2022.

<sup>149</sup> E. GUALANDRI – V. VENTURELLI, *Mini-bond e PMI: mercato ExtraMOT e profili regolamentari*, in *Banca Impresa Società*, 2015, p. 93 ss.

investitori, mentre l'arranger (spesso una banca d'investimento o boutique finanziaria) si occupa di strutturare tecnicamente l'emissione e di collocare i titoli presso gli investitori professionali appropriati. Queste figure supportano la S.r.l. emittente anche nella predisposizione del materiale informativo, inclusi il regolamento del prestito e il documento di ammissione, e curano le relazioni con gli investitori fino alla scadenza del bond. In virtù del carattere fiduciario del private placement, la scelta dell'advisor/arranger è cruciale, in quanto spesso vengono coinvolte SGR che gestiscono fondi di private debt o società di advisory specializzate, le quali dispongono di reti di investitori qualificati interessati alla sottoscrizione dei mini-bond. L'utilizzo di canali professionali di collocamento garantisce che l'emissione raggiunga il pubblico di riferimento (tipicamente fondi di investimento chiusi riservati, assicurazioni, banche locali, ecc.) massimizzando le probabilità di successo della sottoscrizione. Da notare che, accanto al collocamento privato tradizionale, negli ultimi anni la normativa ha aperto la possibilità di collocare mini-bond anche tramite portali online di crowdfunding riservati a investitori professionali (grazie alla L. 145/2018, art. 1 c. 236-238<sup>150</sup>), sebbene questa modalità sia ancora in fase iniziale e richieda sezioni separate dai portali equity. In ogni caso, sia che la sottoscrizione avvenga per via diretta privata sia via piattaforma, l'elemento comune è l'esclusione del retail e la centralità degli operatori professionali nel processo di sottoscrizione dei mini-bond.

#### 4. Vantaggi e limiti strutturali

Con l'accesso al mercato dei capitali tramite ExtraMOT Pro è stato ridimensionato il livello di dipendenza tra S.r.l. e i tradizionali canali bancari adottati per la raccolta di risorse finanziarie a debito. Ciò definisce una serie di vantaggi dei quali possono godere ed usufruire i soggetti economici che accedano a questa tipologia di mercato. Infatti, l'emissione dei mini-bond costituisce un canale alternativo di finanziamento rispetto al credito bancario, permettendo all'impresa di diversificare le proprie fonti di raccolta<sup>151</sup>. In questo modo viene garantito il finanziamento delle società anche in periodi di crisi, caratterizzati da *credit crunch* o restrizione dei prestiti bancari, e la raccolta di fondi presso investitori istituzionali consente di finanziare piani di crescita o investimenti strategici anche quando il credito bancario risulta scarso o troppo oneroso. Inoltre, il finanziamento tramite mini-bond permette di ottenere scadenze più lunghe e importi maggiori rispetto a quelli tipici dei prestiti bancari, ciò permette di modulare i rimborsi di capitale in sintonia

---

<sup>150</sup> L. n. 145/2018, art. 1, commi 236-238, in G.U. 31 dicembre 2018, n. 302.

<sup>151</sup> G. FAUCEGLIA, *Crowdfunding e diritto societario*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2019, II, p. 406.

con il progetto aziendale. Vi sono anche una serie di vantaggi dal punto di vista economico e fiscale definiti dall'ordinamento: alle obbligazioni delle PMI sono state estese agevolazioni quali la totale deducibilità degli interessi passivi entro il 30% dell'EBITDA (analogamente alle società quotate) e la deducibilità integrale dei costi di emissione<sup>152</sup> nell'esercizio. Inoltre, i proventi pagati ai sottoscrittori qualificati possono godere dell'esenzione dalla ritenuta alla fonte (introdotta dal Decreto "Destinazione Italia" del 2013<sup>153</sup>) anche per titoli non quotati se detenuti da investitori istituzionali qualificati. Questo regime fiscale favorevole rende l'emissione obbligazionaria ancora più appetibile, potendo risultare più conveniente in termini di costo effettivo del debito rispetto a un finanziamento bancario ordinario. Ulteriori benefici riguardano anche l'incremento di visibilità e di credibilità delle società emittente: quotare un minibond su ExtraMOT Pro implica sottoporsi al giudizio del mercato finanziario e migliorare la trasparenza aziendale, elementi che accrescono la reputazione dell'azienda presso investitori e stakeholder<sup>154</sup>. La presenza sul mercato obbligazionario, sebbene in un segmento professionale, funge da attestato pubblico di solidità e di capacità di governance, infatti, l'azienda dimostra di saper rispettare regole di bilancio, di informativa e di pianificazione finanziaria adeguate a confrontarsi con investitori qualificati. Ciò può avere ricadute positive anche nei rapporti con il sistema bancario stesso, grazie al miglioramento del rating percepito<sup>155</sup> e alla diversificazione del rischio finanziario. Non a caso, tra i vantaggi evidenziati dalla prassi vi è la "brand equity": l'operazione mini-bond può rafforzare il brand aziendale e validare il modello di business di fronte al mercato. Sempre in riferimento alla società emittente, uno dei motivi del successo di ExtraMOT Pro è la relativa economicità della quotazione e dei connessi obblighi informativi. A differenza di una quotazione su mercati regolamentati o di un'emissione obbligazionaria rivolta al pubblico, l'iter su ExtraMOT Pro comporta costi diretti e indiretti contenuti. Si precisa che: non è dovuta la complessa (e costosa) preparazione di un prospetto informativo da sottoporre all'approvazione di CONSOB, né sono previsti onerosi requisiti patrimoniali o di flottante per l'ammissione<sup>156</sup>. Inoltre, Borsa Italiana ha adottato volontariamente un approccio "tailor-made" per le PMI, con requisiti minimi strettamente necessari (bilanci pubblicati, ultimo certificato, documento di ammissione<sup>157</sup>), allo scopo di minimizzare le barriere d'ingresso. Anche gli obblighi post-quotazione sono limitati al necessario: l'emittente S.r.l. non subisce l'onere di pubblicare relazioni trimestrali o comunicati *price sensitive*

---

<sup>152</sup> Art. 96, comma 5-bis, TUIR (D.P.R. 917/1986); L. 27 dicembre 2013, n. 147 (Legge di Stabilità 2014).

<sup>153</sup> D.L. 23 dicembre 2013, n. 145, conv. in L. 21 febbraio 2014, n. 9, art. 12, comma 1.

<sup>154</sup> E. GUALANDRI – V. VENTURELLI, *Mini-bond e PMI*, in *Banca Impresa Società*, 2015, p. 97.

<sup>155</sup> Banca d'Italia – CONSOB, *Guida all'emissione di mini-bond per PMI*, 2023.

<sup>156</sup> Borsa Italiana, *Guida alla quotazione ExtraMOT Pro*, ed. 2024.

<sup>157</sup> Regolamento ExtraMOT, Allegato 1, "Requisiti di ammissione strumenti obbligazionari".

tipici degli emittenti quotati al mercato regolamentato, infatti, deve soltanto fornire aggiornamenti annuali e notizie su eventi che incidono sui diritti dei portatori dei titoli<sup>158</sup>. Questo regime “light” riduce i costi amministrativi e legali di *compliance*. Inoltre, non è obbligatorio ottenere un *rating* creditizio per emettere mini-bond sul mercato ExtraMOT Pro, a differenza di quanto avviene in alcune giurisdizioni estere o per emissioni pubbliche<sup>159</sup>, sebbene dotarsi di un *rating* possa facilitare la collocazione perché gradito agli investitori istituzionali. L’assenza di un requisito di *rating* elimina un ulteriore costo (quello richiesto dalle agenzie di rating) e semplifica l’accesso anche a imprese di media dimensione che difficilmente otterrebbero una valutazione formale<sup>160</sup>. Tutti questi elementi (prospetto esente, requisiti ridotti, niente rating obbligatorio) fanno sì che l’emissione di mini-bond via ExtraMOT Pro sia alla portata delle S.r.l. in termini di oneri, rendendola uno strumento realisticamente praticabile e sostenibile. Come indicativo della convenienza, si consideri che la *due diligence* richiesta dagli investitori, se l’emittente è ben preparato, può completarsi in pochi mesi e culminare nell’emissione con costi complessivi inferiori rispetto a un aumento di capitale o ad altre forme di raccolta straordinarie. L’esperienza di mercato mostra che molte PMI hanno sfruttato questa via ottenendo capitali in tempi rapidi e con costi di transazione ragionevoli, spesso beneficiando contestualmente di consulenza finanziaria che ha portato miglioramenti nella pianificazione e trasparenza aziendale<sup>161</sup>. Tuttavia, vi è anche la presenza di limiti e rischi per la società emittente: in primis, uno di questi è identificato nella ristretta platea di investitori, infatti, essendo strumenti riservati a investitori professionali, il numero di potenziali sottoscrittori è limitato rispetto a un’emissione aperta al pubblico. Ciò implica che il successo dell’operazione dipende fortemente dall’interesse di un nucleo circoscritto di investitori istituzionali<sup>162</sup>; se questi scarseggiano o ritengono l’emittente poco attraente, l’emissione potrebbe non essere collocata integralmente. Inoltre, molti investitori su ExtraMOT Pro adottano strategie *buy-and-hold*, acquistando i mini-bond per tenerli in portafoglio fino a scadenza. Ciò rappresenta il secondo limite principale di tale forma di finanziamento, definito dalla scarsa liquidità del mercato secondario di tali strumenti finanziari. Ad esempio, a fine 2023 risultavano scambiati sull’ExtraMOT solo vent’otto contratti in tutto l’anno, per un valore totale di circa 3,4 milioni di euro, a fronte di oltre un centinaio di titoli quotati<sup>163</sup>. L’illiquidità implica che, una volta emesso, il mini-bond non garantisce all’impresa un prezzo di mercato visibile o uno scambio effettivo: gli investitori tendono

---

<sup>158</sup> CONSOB, *Obblighi informativi dei mercati MTF*, 2023.

<sup>159</sup> ESMA, *Credit rating agencies and debt markets disclosure standards*, 2020.

<sup>160</sup> S. FORTUNATO, *Il finanziamento delle S.r.l. tramite titoli di debito*, in *Contratto e Impresa*, 2020, p. 339.

<sup>161</sup> Banca d’Italia, *Segnalazioni obbligazionarie PMI*, 2022.

<sup>162</sup> G. PRESTI – M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Zanichelli, 2022, p. 414.

<sup>163</sup> Dati Borsa Italiana – Euronext, *Report ExtraMOT 2023*.

a mantenerlo fino a rimborso e chi volesse vendere anticipatamente potrebbe faticare a trovare controparti. Dal punto di vista dell'emittente ciò non comporta un danno diretto (anzi, in genere l'azienda preferisce investitori stabili), ma può rendere meno attraente il titolo in fase di collocamento perché i sottoscrittori sanno di non avere facile via d'uscita dall'investimento. Un ulteriore profilo critico riguarda i vincoli normativi sulla circolazione dei titoli e le potenziali responsabilità in capo ai sottoscrittori iniziali: come abbiamo già affermato nello scorso capitolo, l'art. 2483 c.c. comma 2 stabilisce che se, dopo l'emissione, un titolo di debito di S.r.l. viene trasferito a soggetti che non siano investitori professionali (né soci della società), chi effettua il trasferimento risponde in solido della solvenza dell'emittente verso l'acquirente non qualificato<sup>164</sup>. Per il sottoscrittore istituzionale iniziale questo rappresenta un rischio e un onere non trascurabile<sup>165</sup>, tanto che nella prassi si presta molta attenzione a non vendere al di fuori del circuito consentito. Dal lato dell'emittente, tale norma può indirettamente rendere più difficile trovare investitori disposti a sottoscrivere, sapendo di accollarsi questo potenziale obbligo. La presenza di tale vincolo costituisce un limite strutturale, in quanto, i mini-bond non possono circolare liberamente a chiunque, pena l'attivarsi di tali garanzie, e questo li tiene confinati nel circuito professionale. Infine, un'ultima criticità riguarda la capacità organizzativa interna della S.r.l. emittente: l'apertura al mercato dei capitali comporta uno sforzo di trasparenza e miglioramento della governance notevole per la società<sup>166</sup>. Alcune PMI potrebbero trovarsi impreparate a soddisfare le richieste di informazione degli investitori istituzionali, dovendo adottare procedure di reporting più rigorose, pianificazioni finanziarie dettagliate e magari una revisione contabile annuale se prima non obbligatoria. Questo salto culturale e operativo può comportare costi e la necessità di consulenze specialistiche. Tuttavia, va detto che tali evoluzioni organizzative sono spesso viste come un effetto positivo collaterale (un *"disciplining effect"*) dell'emissione sul mercato. Inoltre, le condizioni contrattuali ottenute sui mini-bond devono essere abbastanza appetibili da giustificare l'operazione: se la rischiosità percepita dell'emittente è elevata, i tassi di interesse richiesti dai sottoscrittori potranno essere significativamente alti (spesso i minibond di PMI offrono cedole del 5-8% annuo o più, talora con warrant o altri incentivi). Ciò significa che il costo del capitale di debito via mini-bond, pur deducibile fiscalmente, può risultare superiore a quello di un finanziamento bancario tradizionale per imprese con buon merito creditizio<sup>167</sup>. Tuttavia, questo limite varia di caso in caso.

---

<sup>164</sup> V. capitolo 2, paragrafo 6.

<sup>165</sup> A. RAFFAELLI, *La responsabilità del cedente nei titoli di debito delle S.r.l.*, in *Contratto e impresa*, 2018, p. 287 ss.

<sup>166</sup> C. GHEZZI, *Governance e trasparenza nei processi di quotazione privata*, in *Economia & Management*, 2021, n. 2.

<sup>167</sup> M. FERRETTI, *Il costo del debito nelle PMI italiane*, in *Rivista Bancaria - Minibond edition*, 2023, p. 58 ss.

## 5. Considerazioni conclusive

L'esperienza italiana dei mini-bond e del mercato ExtraMOT Pro si inserisce a pieno titolo nel più ampio contesto della *Capital Markets Union* (CMU) europea, l'iniziativa dell'Unione volta a integrare e potenziare i mercati dei capitali per finanziare meglio l'economia reale<sup>168</sup>. L'Italia, tradizionalmente caratterizzata da un sistema finanziario *bank-centric*, ha attraverso le riforme dal 2012 in poi compiuto un importante passo verso la diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese, in linea con gli obiettivi comunitari<sup>169</sup>. La recente Legge 5 marzo 2024, n. 21 (cosiddetta "Legge Capitali") conferma questa direzione strategica, ponendosi come intervento di sostegno alla competitività dei mercati dei capitali italiani in coerenza con il progetto della CMU<sup>170</sup>. Il legislatore, attraverso tale provvedimento, ha evidenziato la volontà di migliorare l'accesso delle imprese al mercato finanziario domestico ed europeo, riducendo ostacoli normativi e costi. ExtraMOT Pro, sin dalla sua istituzione, ha svolto un ruolo pionieristico nel fornire alle PMI uno strumento concreto di finanziamento sul mercato: ciò ha fatto dell'Italia un caso di riferimento in Europa per il mercato dei mini-bond. Basti considerare che dal 2014 ad oggi si sono registrate oltre 1.500 emissioni di mini-bond in Italia<sup>171</sup>, una cifra significativamente più alta rispetto a molti altri paesi UE. Nel 2022 si è toccato un picco di 302 emissioni annue (per un valore complessivo di oltre 1,7 miliardi di euro), a testimonianza di come le imprese italiane, grazie anche al volano normativo e alla piattaforma ExtraMOT, abbiano abbracciato questo strumento in misura crescente. In altri paesi si sono avute esperienze analoghe (si pensi al MARF spagnolo per i minibond o al segmento Vienna MTF austriaco), ma il caso italiano è spesso citato come esempio di successo di mercato alternativo per PMI. In ottica di Unione dei Mercati dei Capitali, mercati come ExtraMOT Pro favoriscono la circolazione transfrontaliera dei capitali: ad esempio, investitori esteri possono più facilmente investire in PMI italiane tramite un mercato formalizzato, e viceversa un buon numero di emissioni italiane è finito quotato anche su piattaforme estere<sup>172</sup> (nel 2023, su 453 minibond quotati sul Vienna MTF ben 189 erano di emittenti italiani<sup>173</sup>). Ciò dimostra che l'Italia è diventata un tassello fondamentale nell'ambito della CMU, con Euronext che ha integrato ExtraMOT Pro rinominandolo Euronext Access Milan per evidenziarne il collegamento alla rete europea dei

<sup>168</sup> Commissione Europea, *Capital Markets Union Action Plan*, Bruxelles, 2020.

<sup>169</sup> G. FAUCEGLIA, *Crowdfunding e diritto societario*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2019, II, p. 403 ss.

<sup>170</sup> Legge 5 marzo 2024, n. 21, artt. 1 e 7.

<sup>171</sup> *Osservatorio MiniBond*, Politecnico di Milano, Rapporto 2024, p. 7.

<sup>172</sup> EBA, *Report on SME bond markets in the EU*, 2022.

<sup>173</sup> Vienna MTF, Euronext Statistics, 2023.

mercati dei capitali<sup>174</sup>. L'approvazione della Legge 21/2024 ha introdotto novità importanti proprio in tema di strumenti di finanziamento per PMI e S.r.l., delineando possibili sviluppi futuri. In particolare, l'art. 7 della legge ha modificato l'art. 2483 c.c., eliminando un onere che finora gravava sulle emissioni riservate a professionali: d'ora in poi, quando la sottoscrizione e la successiva circolazione di titoli di debito S.r.l. sono riservate esclusivamente a investitori professionali, non si applica più l'obbligo di interposizione di un investitore professionale vigilato a garanzia della solvibilità. In altre parole, se i mini-bond sono sin dall'origine "bloccati" nel circuito dei qualificati (condizione espressa nelle condizioni dell'emissione, senza possibilità di deroga), cade la responsabilità solidale del primo sottoscrittore in caso di trasferimenti a non qualificati. Questo cambiamento, apparentemente tecnico, ha invece un notevole impatto: riduce il costo e il rischio per gli investitori professionali sottoscrittori, i quali non dovranno più temere implicazioni legali qualora i titoli rimangano confinati tra investitori istituzionali. Ciò dovrebbe facilitare ulteriormente il collocamento dei mini-bond, ampliando la platea di investitori disposti a sottoscriverli (dato che finora alcuni operatori potevano essere riluttanti proprio a causa di quella responsabilità potenziale). La ratio, evidenziata nella relazione illustrativa alla legge, è di ridurre il costo della provvista per S.p.A. e S.r.l., eliminando una garanzia che era "onerosa" e che comportava di fatto un aggravio sul rendimento richiesto dagli investitori. Importante sottolineare che la tutela degli investitori retail non viene meno: se mai in futuro i titoli dovessero essere offerti al pubblico indistinto (ciò che al momento resta precluso), rimarrebbe necessario un diverso apparato di garanzie. Ma per le emissioni destinate ai soli professionali, la legge ha scelto un approccio più liberale, fidandosi della capacità di questi investitori di valutare il rischio senza bisogno di ulteriori paracadute normativi. La Legge 21/2024, oltre a intervenire sul punto specifico dei titoli di debito delle S.r.l., contiene una delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni sui mercati dei capitali. È prevedibile che nei prossimi anni vi saranno ulteriori semplificazioni e interventi per rendere il mercato dei capitali italiano più efficiente e attraente. In ambito minibond, le prospettive evolutive potrebbero includere la creazione di veicoli di investimento dedicati, l'ulteriore incentivazione fiscale per chi investe in questi strumenti oppure misure per incrementare la liquidità (come la figura del market maker obbligatorio su ExtraMOT Pro o segmenti di trading specifici<sup>175</sup>). Inoltre, con l'acquisizione di Borsa Italiana da parte di Euronext, non si esclude una possibile armonizzazione dei segmenti per le PMI a livello europeo: già ora ExtraMOT Pro è stato ribattezzato Euronext Access Milan, e potrebbe in futuro confluire in

---

<sup>174</sup> Euronext, *Integration of Borsa Italiana and strategic repositioning of ExtraMOT Pro*, 2024.

<sup>175</sup> Confindustria, *Proposte per un mercato dei capitali efficiente*, Documento 2024.

un circuito paneuropeo di negoziazione per minibond facilitando gli scambi *cross-border*. Tutto ciò si inserisce nel quadro della *Capital Markets Union*, dove l'obiettivo finale è far sì che un'impresa europea, anche piccola, possa finanziarsi ovunque nell'Unione con pari opportunità. In conclusione, l'ExtraMOT Pro ha rappresentato un tassello innovativo nel nostro ordinamento, colmando un vuoto nel finanziamento delle S.r.l. e contribuendo a creare un mercato obbligazionario delle PMI. Le opportunità offerte (credito alternativo, vantaggi fiscali, visibilità) si sono finora rivelate maggiori delle criticità (costi fissi, illiquidità, vincoli normativi), almeno per un sottoinsieme di aziende virtuose che ne hanno saputo beneficiare. Con gli ultimi interventi normativi, specialmente la L. 21/2024, l'Italia sembra voler consolidare e potenziare questo strumento, riducendo le residue barriere e allineandolo alle *best practice* europee. Spetterà ora al mercato, e alle stesse S.r.l., cogliere appieno queste opportunità, continuando a tutelare l'equilibrio tra facilità di raccolta dei capitali e protezione degli investitori, che è poi la chiave di volta di un sistema finanziario moderno e sostenibile.

## CAPITOLO IV

### IL REGOLAMENTO (UE) 2020/1503: APERTURA EUROPEA AL CROWDFUNDING OBBLIGAZIONARIO

SOMMARIO: – 1. Origine ed obiettivi del Regolamento (UE) 2020/1503.

– 2. Ambito soggettivo: PMI, start-up e imprese non quotate. – 3. Strumenti ammessi: capitale di rischio e capitale di debito. – 4. Profili di tutela dell'investitore. – 5. Ruolo delle piattaforme autorizzate e supervisione dell'ESMA. – 6. Impatto sul diritto interno italiano e possibili conflitti.

#### *1. Origine ed obiettivi del Regolamento (UE) 2020/1503*

Il seguente capitolo si concentrerà sull'analisi della disciplina comunitaria in materia di crowdfunding, ponendo un focus sul Regolamento (UE) 2020/1503, il quale definisce un tassello fondamentale per l'armonizzazione di tale materia in ambito europeo, superando la frammentazione normativa nazionale, che ostacolava l'espansione del settore. In questo modo, con il seguente elaborato, si conclude un'analisi del quadro normativo completo riguardante i nuovi strumenti di raccolta del capitale a disposizione delle società a responsabilità limitata, ponendo un accento sui titoli di debito. Si prosegue adesso con il primo paragrafo. Il Regolamento (UE) 2020/1503, noto anche come ECSP (European Crowdfunding Service Providers Regulation), nasce dall'esigenza di armonizzare a livello europeo la disciplina del crowdfunding destinato alle imprese, superando la frammentazione delle normative nazionali. Prima della sua adozione, infatti, ogni Stato membro dell'UE aveva introdotto proprie regole specifiche per il finanziamento collettivo di capitale di rischio, con differenze significative quanto a limiti, soggetti ammessi e tutele per gli investitori. L'Italia, ad esempio, è stata il primo Paese in Europa a dotarsi di una regolamentazione ad hoc per l'equity crowdfunding già nel 2012, inserendo l'art. 50-quinquies nel Testo Unico della Finanza (TUF) tramite il c.d. Decreto Crescita 2.0, e affidando alla Consob il varo di un primo regolamento attuativo nel 2013<sup>176</sup>. In altri ordinamenti, come il Regno Unito, il fenomeno era fiorito in assenza di norme settoriali specifiche, sotto la vigilanza generale delle autorità finanziarie; altrove ancora, come in Francia e Germania, erano stati introdotti limiti stringenti che di fatto scoraggiavano le

---

<sup>176</sup> Art. 50-quinquies, D.Lgs. n. 58/1998 (TUF), introdotto dall'art. 30 del D.L. 18 ottobre 2012 n. 179, conv. in L. 17 dicembre 2012 n. 221. V. il Regolamento Consob 26 giugno 2013 n. 18592, primo regolamento italiano in materia di equity crowdfunding.

operazioni transfrontaliere<sup>177</sup>. Questo mosaico normativo rappresentava un ostacolo allo sviluppo di un mercato europeo del crowdfunding: le piattaforme operanti in un Paese incontravano difficoltà ad offrire servizi in altri Stati membri, e le PMI interessate a raccogliere capitali oltre confine dovevano conformarsi a requisiti diversi in ciascun ordinamento. Con l'obiettivo di rimuovere tali barriere e favorire la crescita di canali di finanziamento alternativi al credito bancario, la Commissione europea ha elaborato nel 2018 una proposta di regolamento unitario sul crowdfunding per le imprese, nel contesto più ampio del Piano d'Azione per l'Unione dei mercati dei capitali. L'idea di fondo è che un sistema finanziario più diversificato – in cui al finanziamento delle imprese concorrano, accanto alle banche, investitori diffusi tramite piattaforme online – possa accrescere l'accesso al credito per le piccole e medie imprese (PMI) e la resilienza complessiva del mercato europeo dei capitali<sup>178</sup>. Dopo un iter negoziale piuttosto articolato, il Regolamento (UE) 2020/1503 è stato approvato il 7 ottobre 2020 ed è entrato in vigore il 10 novembre 2021, in concomitanza con una direttiva correlata (Dir. (UE) 2020/1504) destinata ad adeguare la normativa MiFID II alle nuove disposizioni. La scelta dello strumento del regolamento – direttamente applicabile in tutti gli Stati membri – è indicativa dell'intento di assicurare regole uniformi in tutto il territorio dell'Unione, senza necessità di recepimenti nazionali che avrebbero potuto introdurre disallineamenti. Dal punto di vista degli obiettivi, il Regolamento 2020/1503 mira anzitutto a creare un mercato unico europeo del crowdfunding, mediante l'istituzione del “passaporto europeo” per i fornitori di servizi di crowdfunding: una piattaforma autorizzata in uno Stato membro può offrire i propri servizi in tutta la UE, previa una procedura di notifica, senza dover ottenere autorizzazioni in ogni giurisdizione di destinazione. Si intende così favorire la crescita dimensionale delle piattaforme e delle offerte, superando i confini nazionali che finora hanno frammentato il settore e limitato le possibilità di incontro tra domanda e offerta di capitale. In parallelo, il Regolamento introduce uno standard elevato di tutela degli investitori e di integrità del mercato, al fine di accrescere la fiducia del pubblico verso questi nuovi strumenti finanziari. Tra le finalità dichiarate vi sono: garantire un'informativa chiara e comparabile sui progetti finanziati; minimizzare i rischi di frode e di conflitti di interesse; assicurare che solo soggetti affidabili e adeguatamente supervisionati possano operare come gestori di piattaforme. In sostanza, l'apertura “europea” al crowdfunding – ivi compreso quello obbligazionario – viene bilanciata da una cornice

---

<sup>177</sup> N. DE LUCA – S. L. FURNARI – A. GENTILE, *Equity Crowdfunding*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche – Sez. commerciale*, UTET, Torino, 2017, p. 160 ss., dove si evidenziano le disparità delle discipline nazionali anteriori all'intervento UE.

<sup>178</sup> E. MACCHIAVELLO, *La regolazione del crowdfunding in Italia dopo l'adeguamento al Regolamento UE n. 2020/1503*, in *Rivista di Dir. Bancario*, Anno 2024, I, p. 141 ss., la quale sottolinea come la normativa europea sul crowdfunding miri a integrare le fonti di finanziamento delle PMI, riducendo la dipendenza dal credito bancario.

regolamentare rigorosa, così da coniugare l'innovazione finanziaria con la protezione del risparmio e la stabilità del sistema. Non a caso, nel Preambolo del Regolamento si sottolinea come esso contribuisca a creare un sistema finanziario più diversificato e meno dipendente dal credito bancario, promuovendo fonti di finanziamento alternative per le imprese, in particolare le PMI, nel quadro dell'Unione dei mercati dei capitali.

## 2. *Ambito soggettivo: PMI, start-up e imprese non quotate*

Il campo di applicazione soggettivo del Regolamento (UE) 2020/1503 è incentrato sulle PMI e, in generale, sulle imprese non quotate che intendono finanziarsi tramite portali online. Il testo normativo non limita espressamente l'utilizzo del crowdfunding alle sole piccole e medie imprese in senso tecnico, ma di fatto la soglia massima di raccolta (5 milioni di euro per emittente, su un periodo di 12 mesi) rende questo strumento appetibile quasi esclusivamente per società di dimensioni contenute. Inoltre, il Regolamento esclude dal proprio ambito le offerte di strumenti finanziari da parte di emittenti già quotati su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione: l'idea è che tali società abbiano già accesso ai mercati dei capitali tradizionali e siano soggette a discipline più complesse (ad esempio in materia di prospetto e informativa societaria), incompatibili con la semplificazione prevista per il crowdfunding<sup>179</sup>. Dunque, i titolari di progetti ammessi sulle piattaforme di crowdfunding sono in prevalenza start-up, PMI innovative e più in generale società non quotate, spesso caratterizzate da un fabbisogno finanziario modesto e da difficoltà ad accedere ai canali bancari o borsistici ordinari. In ambito italiano, va ricordato che la normativa originaria sull'equity crowdfunding era limitata a soggetti ben determinati. Il Decreto Crescita 2.0 del 2012 aveva riservato la raccolta di capitali online alle sole start-up innovative (società di capitali non quotate con particolari requisiti di innovatività tecnologica ai sensi del d.l. 179/2012), nell'intento di convogliare risorse verso imprese ad alto potenziale ma tipicamente trascurate dagli investitori tradizionali<sup>180</sup>. Successivamente, il quadro si è progressivamente ampliato: prima includendo anche gli incubatori certificati e le PMI innovative (2015), poi, con le modifiche al TUF introdotte dalla L. 11 dicembre 2016 n. 232 e dal D.Lgs. 3 agosto 2017 n. 129,

---

<sup>179</sup> Art. 2, par. 2 del Regolamento (UE) 2020/1503 esclude dall'applicazione del regolamento i progetti presentati da emittenti che abbiano valori mobiliari ammessi alle negoziazioni su mercati regolamentati o MTF. Anche F. ACCETTELLA – N. CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 633 ss., sulla delimitazione dell'ambito soggettivo nelle prime applicazioni italiane.

<sup>180</sup> Assonime – Associazione fra le Società Italiane, Circolare n. 11/2013 del 6 maggio 2013, *L'impresa start-up innovativa: profili societari e fiscali*, in *Riv. notarile*, 2013, p. 544 ss., spec. 547, ove si evidenziano le ragioni della riserva iniziale del crowdfunding alle sole start-up innovative.

estendendo l'accesso al crowdfunding a tutte le PMI in forma di società di capitali<sup>181</sup>. In altri termini, dal 2017 ogni piccola o media impresa italiana, anche priva dello status di “innovativa”, poteva offrire titoli tramite portali autorizzati Consob, purché non quotata e nei limiti quantitativi previsti per l'esenzione dall'obbligo di prospetto (inizialmente 5 milioni di euro, poi elevati a 8 milioni a livello nazionale prima di riallinearsi a 5 con l'entrata in vigore del Regolamento europeo). Parallelamente, è caduto il riferimento esclusivo al “capitale di rischio”: già dal 2018-2019 la normativa italiana ha ammesso che attraverso i portali fossero offerti anche strumenti di debito delle PMI (si tornerà sul punto), segno di una progressiva apertura in anticipo sui tempi europei<sup>182</sup>. Il Regolamento UE, coerentemente, abbraccia un concetto ampio di impresa beneficiaria. La definizione di “titolare del progetto” include qualsiasi persona giuridica che richieda fondi tramite una piattaforma di crowdfunding per finanziare una propria attività imprenditoriale<sup>183</sup> (o progetto di investimento specifico). Non vi sono requisiti settoriali o qualitativi (come l'innovatività tecnologica prevista inizialmente in Italia), né forme giuridiche obbligate: sono ammissibili sia società per azioni sia società a responsabilità limitata, così come eventuali veicoli societari creati ad hoc per uno specifico progetto commerciale. Alcuni limiti negativi però sussistono, in linea con l'impostazione italiana già sperimentata: non possono utilizzare il regime di crowdfunding europeo gli enti di grandi dimensioni o già presenti sul mercato dei capitali regolamentato, e restano esclusi i soggetti diversi dalle imprese (ad es. persone fisiche che raccolgano fondi per scopi personali o enti non profit, che esulano dall'ambito “per le imprese” delineato dal regolamento). L'approccio è dunque *business-oriented*: il legislatore dell'Unione ha inteso favorire le PMI e le start-up che, pur non essendo quotate, hanno progetti imprenditoriali meritevoli di finanziamento diffuso, garantendo loro una platea potenzialmente paneuropea di investitori. Da ultimo, si segnala come il legislatore italiano abbia recentemente allineato le definizioni interne a quelle europee: la Legge 5 marzo 2024 n. 21 ha introdotto nel TUF una nozione statica di “PMI” conforme alla Raccomandazione UE 2003/361/CE (basata su soglia di 250 dipendenti e 50 milioni di fatturato o 43 milioni di attivo), da applicarsi alle disposizioni in materia

---

<sup>181</sup> Art. 57, comma 1, lett. b), D.L. 50/2017, conv. in L. 96/2017, che ha esteso la disciplina del crowdfunding alle PMI in generale. In dottrina, v. M. DE MARI, *Equity crowdfunding: PMI non quotate e mercati secondari, una lacuna da colmare?*, in *Orizzonti del Dir: Comm.*, 2019, p. 4, che ricostruisce l'ampliamento della platea degli emittenti ammessi.

<sup>182</sup> F. ACCETTELLA – N. CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, rilevano come le modifiche regolamentari Consob del 2018 abbiano consentito l'offerta di obbligazioni delle PMI via portale, inizialmente limitandola a investitori professionali.

<sup>183</sup> Art. 2, par. 1, n. e), Reg. (UE) 2020/1503: è “titolare del progetto” la persona giuridica che richiede finanziamenti tramite una piattaforma di crowdfunding per finanziare un'attività o progetto specifico.

di crowdfunding<sup>184</sup>. Ciò testimonia l'intento di evitare discrasie e conflitti terminologici tra diritto interno e Regolamento europeo, così che la platea dei soggetti beneficiari coincida esattamente con quella contemplata dalla normativa UE. In conclusione, l'ambito soggettivo del nuovo regime europeo, pur non limitandosi formalmente alle "PMI" in senso tecnico, trova nelle PMI e start-up non quotate i destinatari naturali e di gran lunga prevalenti, in continuità con l'evoluzione già avvenuta nell'ordinamento italiano.

### 3. *Strumenti ammessi: capitale di rischio e capitale di debito*

Uno degli aspetti qualificanti dell'apertura europea al crowdfunding è l'estensione delle tipologie di strumenti finanziari collocabili tramite le piattaforme autorizzate. Il Regolamento 2020/1503 adotta un approccio onnicomprensivo, disciplinando sia il *crowdfunding* in capitale di rischio (*equity crowdfunding*), sia il *crowdfunding* in capitale di debito. In particolare, rientrano nel perimetro normativo:

- i. l'offerta di valori mobiliari di nuova emissione da parte dell'impresa progettuale, quindi tipicamente azioni (o quote rappresentative del capitale sociale) delle società emittenti;
- ii. l'offerta di titoli di debito emessi dalle imprese, quali obbligazioni o altri strumenti finanziari di debito assimilabili;
- iii. la concessione di finanziamenti sotto forma di prestiti agli imprenditori, intermediata dal gestore del portale (il c.d. *lending-based crowdfunding*).

Si tratta dunque di un notevole ampliamento rispetto alle originarie esperienze di *equity crowdfunding*, limitate alla raccolta di capitali di rischio. La scelta europea rispecchia l'evoluzione del mercato: negli ultimi anni, accanto alle campagne che offrono partecipazioni societarie, si sono diffuse sia iniziative di *crowdlending* (prestiti erogati da una pluralità di investitori retail a favore di imprese, con remunerazione via interessi), sia emissioni obbligazionarie collocate attraverso portali online (talora denominate giornalmisticamente *crowdbond* o *mini-bond* collocati via *crowdfunding*). Il Regolamento ECSP uniforma il trattamento regolamentare di queste diverse forme, riconducendole sotto un unico regime autorizzativo e di vigilanza, pur con qualche distinzione quanto agli obblighi informativi e prudenziali applicabili. Già nel contesto italiano, peraltro, si era assistito ad una graduale apertura verso strumenti di debito. In origine (2013) il Regolamento

---

<sup>184</sup> L. 5 marzo 2024 n. 21, art. 2, comma 1 (che introduce l'art. 1, comma 1, lett. w-quater.1) nel TUF, definendo le PMI ai fini della normativa finanziaria interna secondo i parametri UE).

Consob n. 18592 consentiva tramite i portali esclusivamente la sottoscrizione di capitale di rischio (azioni o quote di nuova emissione) e per di più limitatamente a start-up innovative<sup>185</sup>. La disciplina societaria vigente, d'altronde, sconsigliava l'utilizzo diffuso di obbligazioni nelle PMI: ad esempio, per le s.r.l. il codice civile pone limiti stringenti all'emissione di titoli di debito, consentendola solo se prevista nell'atto costitutivo e comunque con sottoscrizione riservata a investitori professionali ovvero mediante emissione di obbligazioni destinate ad essere quotate su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione<sup>186</sup> (art. 2412 c.c., richiamato per le s.r.l.). Tali restrizioni, volte ad evitare un aggiramento dei divieti di raccolta del risparmio tra il pubblico da parte di soggetti non vigilati, hanno di fatto limitato a lungo la diffusione dei "bond" nelle piccole società non quotate. Solo a partire dal 2018, grazie a interventi normativi mirati (ad es. il D.L. 50/2017 e il già citato D.Lgs. 129/2017), la Consob ha potuto aggiornare il proprio regolamento introducendo una sezione dedicata alle offerte di obbligazioni di PMI tramite portale. In tale fase sperimentale, l'apertura al debito è avvenuta con prudenza: si prevedeva ad esempio che le obbligazioni emesse da PMI tramite *crowdfunding* fossero sottoscritte solo da investitori professionali o categorie specifiche di investitori qualificati<sup>187</sup>, a tutela dei risparmiatori retail. Inoltre, permaneva per i gestori italiani il divieto di intermediare direttamente somme di denaro o titoli di terzi (art. 50-quinquies, co.4, TUF), il che implicava che la funzione di erogazione dei prestiti fosse svolta avvalendosi di banche o istituti di pagamento convenzionati. In altri termini, prima del Regolamento europeo il *crowdfunding* obbligazionario in Italia era possibile solo in forma limitata e indiretta. Con l'entrata in vigore del regime europeo, queste barriere nazionali vengono uniformemente superate. Il Regolamento 2020/1503 consente agli investitori al dettaglio di sottoscrivere tanto aumenti di capitale sociale quanto strumenti di debito emessi dall'impresa, nell'ambito di offerte pubbliche entro la soglia dei 5 milioni di euro, senza ulteriori limitazioni soggettive. Parimenti, rende pienamente legittimo il modello di *lending crowdfunding* rivolto alle imprese: il portale autorizzato può facilitare la concessione di finanziamenti sotto forma di contratti di prestito tra investitori (finanziatori) e imprese (prenditrici), creando un collegamento giuridico diretto tra le parti. Questa tipologia, che prima trovava spazio in alcuni ordinamenti solo come attività bancaria o tramite piattaforme non regolamentate, viene integrata nel quadro comune europeo. Va notato che il Regolamento mantiene comunque esclusi taluni strumenti e schemi che

---

<sup>185</sup> V. nota 187.

<sup>186</sup> M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio*, in P. ABBADESSA – G.B. PORTALE, *Il nuovo diritto delle società*, Vol. III, anche UTET, Torino, 2007, p. 743 ss., analizza i limiti codicistici all'emissione di obbligazioni da parte di società non quotate e la ratio di tutela dei creditori e dei risparmiatori.

<sup>187</sup> Previgente art. 24 del Regolamento Consob 18592/2013 (come modif. dalla delibera Consob n. 20264 del 17 gennaio 2018): consentiva l'offerta di obbligazioni di PMI tramite portale solo a investitori professionali, a particolari categorie di investitori indicate dalla legge (es. fondazioni bancarie) e agli altri investitori solo se assistiti da specifiche garanzie.

esulano dal suo scopo: restano fuori, ad esempio, il *crowdfunding* di tipo *donation-based* (donazioni o prestiti senza interesse a fini sociali o personali) e i modelli come l'*invoice trading* (anticipazione di crediti commerciali tramite piattaforme), considerati estranei al finanziamento “per le imprese” in senso stretto<sup>188</sup>. Sono inoltre esclusi gli strumenti finanziari complessi o strutturati: il regolamento copre valori mobiliari di tipo azionario o obbligazionario “semplici”, mentre non consente l’offerta di derivati, titoli convertibili condizionati o altri prodotti la cui rischiosità o opacità sarebbe incompatibile con le tutele standard previste. In definitiva, l’apertura europea al crowdfunding obbligazionario rappresenta una svolta significativa: capitale di rischio e capitale di debito vengono posti sullo stesso piano normativo, riconoscendo che le PMI possono aver bisogno sia di *equity* (patrimonio permanente) sia di *debt* (finanziamento rimborsabile) e che in entrambi i casi la “folla” degli investitori può contribuire efficacemente al loro sviluppo. Questa equiparazione normativa era stata auspicata da parte della dottrina italiana già di fronte alle prime esperienze di mini-bond: si osservava come le PMI italiane, spesso sottocapitalizzate, avessero necessità di accedere anche al mercato obbligazionario, e che il crowdfunding potesse essere un veicolo ideale per collocare piccoli prestiti obbligazionari presso investitori diffusi<sup>189</sup>. Oggi, grazie al Regolamento UE, tali previsioni trovano concreta attuazione in un quadro condiviso: le piattaforme possono offrire agli emittenti un ventaglio più ampio di opzioni di finanziamento, dal capitale proprio al prestito obbligazionario, e gli investitori possono scegliere tra diverse forme di impiego del proprio risparmio, calibrando il profilo di rischio-rendimento (ad esempio, diventare soci con prospettiva di utili futuri o creditori con un tasso di interesse prefissato). Resta fermo, naturalmente, che tutte queste operazioni, per potersi svolgere, devono rispettare le rigorose condizioni poste dal Regolamento a tutela del pubblico degli investitori, come si vedrà nel paragrafo seguente.

#### 4. Profili di tutela dell'investitore

Sin dalle premesse, il Regolamento (UE) 2020/1503 pone un accento centrale sulla tutela degli investitori, riconoscendo che il crowdfunding espone il pubblico retail a rischi finanziari elevati (dati dalla natura illiquida e speculativa degli investimenti in start-up e PMI). Per questo motivo, la

---

<sup>188</sup> Considerando n. 13 e art. 2, par. 2, lett. e) ed f), Reg. (UE) 2020/1503, che escludono dal campo di applicazione rispettivamente: i prestiti senza interessi e le piattaforme dedicate a scopi non commerciali; il trading di crediti (*invoice trading*) e in generale le attività già riservate ai soggetti bancari. In argomento v. anche E. MACCHIAVELLO, *La regolazione del crowdfunding...*, cit., p. 175, la quale evidenzia come il legislatore europeo abbia volutamente escluso modelli estranei al finanziamento di impresa.

<sup>189</sup> Si veda G. OLIVIERI, *I minibond e il crowdfunding come strumenti di finanziamento delle PMI*, in *Le Società*, 2018, p. 1157 ss., dove si auspicava un intervento normativo per facilitare il collocamento di obbligazioni di piccole dimensioni presso investitori diffusi, poi realizzatosi con il Regolamento (UE) 2020/1503.

disciplina europea prevede una serie articolata di misure volte a garantire che gli investitori ricevano un'adeguata informazione, comprendano i rischi assunti e dispongano di strumenti di protezione simili, per certi versi, a quelli previsti per i servizi finanziari tradizionali, pur con gli opportuni adattamenti. Un primo pilastro è rappresentato dagli obblighi informativi in capo all'emittente e al gestore del portale. In luogo del prospetto informativo (non richiesto per le offerte sotto 5 milioni di euro), il Regolamento introduce la scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento (*Key Investment Information Sheet*, KIIS), un documento sintetico che deve essere fornito a ciascun potenziale investitore per ogni offerta pubblicata. Tale scheda, redatta secondo un formato standard allegato al Regolamento, contiene le informazioni essenziali sul progetto: descrizione dell'emittente e della sua attività, caratteristiche dell'offerta e degli strumenti finanziari (inclusi diritti e potenziali rendimenti), rischi specifici dell'investimento, fattori di rischio generali, condizioni dell'eventuale sottoscrizione minima, ecc. Il KIIS deve essere chiaro, non fuorviante e comprensibile anche da parte di investitori non esperti, e il gestore della piattaforma è tenuto a verificarne la completezza e coerenza formale prima di consentirne la pubblicazione<sup>190</sup>. Inoltre, al fine di evitare asimmetrie informative, il gestore deve rendere disponibili sul portale ulteriori informazioni generali: ad esempio, riguardo al proprio modello di business, alle commissioni applicate, ai criteri di selezione dei progetti, nonché statistiche sui tassi di successo delle campagne e sugli eventuali default dei progetti finanziati tramite la piattaforma. Vigè altresì un esplicito divieto di pubblicare comunicazioni promozionali fuorvianti: qualsiasi messaggio pubblicitario relativo alle offerte deve essere coerente con le informazioni contenute nella scheda KIIS ed è soggetto a controlli, anche da parte dell'autorità di vigilanza nazionale. Accanto all'informazione, il Regolamento ECSP predispose meccanismi atti a valutare l'adeguatezza degli investimenti rispetto al profilo dell'investitore retail. In particolare, è previsto un "*investor test*" obbligatorio per tutti gli investitori non sofisticati che accedano per la prima volta alla piattaforma. Prima di consentire loro di effettuare investimenti, il gestore deve sottoporli a un semplice questionario conoscitivo, volto ad accertare il livello di esperienza e conoscenza in materia finanziaria, la situazione finanziaria (patrimonio, reddito, propensione al rischio) e gli obiettivi di investimento. Qualora dal test emerga che l'investitore non possiede sufficiente consapevolezza, la piattaforma deve emettere un avvertimento circa i rischi del *crowdfunding* e può suggerire di astenersi dall'investire importi rilevanti. Analogo avvertimento specifico viene ribadito

---

<sup>190</sup> Art. 23, Reg. (UE) 2020/1503 definisce analiticamente il contenuto minimo della scheda informativa (KIIS) e impone ai gestori l'obbligo di pubblicarla sul portale prima dell'avvio dell'offerta. Sul punto v. G. GUERRERA, *La "scheda informativa" nel crowdfunding: un nuovo prospetto light*, in *Le Società*, 2022, p. 1205 ss., che analizza il modello di disclosure semplificata introdotto dal regolamento europeo.

ogniquale volta un investitore non sofisticato intenda allocare in una singola offerta un ammontare superiore a determinate soglie (individuate dal Regolamento in 1.000 euro, oppure il 5% del patrimonio netto se quest'ultimo è maggiore)<sup>191</sup>. In tal caso, l'investitore deve fornire un'ulteriore conferma esplicita di aver compreso il rischio e di poter sostenere eventuali perdite, prima che l'ordine di investimento sia accettato. Si tratta di cautele analoghe, per finalità, all'*appropriateness test* richiesto agli intermediari tradizionali dalla normativa MiFID, ma calibrate in modo più schematico per il contesto digitale del *crowdfunding*. Un altro strumento di tutela predisposto dal legislatore europeo è il diritto di recesso riconosciuto agli investitori retail. Al fine di mitigare il rischio di decisioni impulsive o non sufficientemente ponderate, il Regolamento conferisce all'investitore non professionale un periodo di tempo (definito "periodo di ripensamento") entro cui può liberamente revocare il proprio ordine di investimento, senza penali né bisogno di motivazione. Tale periodo di recesso è fissato in 4 giorni lavorativi dal momento dell'ordine: se entro questo termine l'investitore cambia idea, può comunicare il recesso e ottenere la restituzione integrale di quanto impegnato<sup>192</sup>. La norma mira a proteggere i piccoli risparmiatori dagli effetti di un eccesso di entusiasmo o di pressioni commerciali, offrendo una sorta di "*cooling-off period*" già noto in altri settori del consumo. Anche dopo la scadenza di questo termine breve, il Regolamento prevede ulteriori misure protettive in caso di eventi rilevanti: ad esempio, se durante la campagna di *crowdfunding* emergono informazioni nuove che cambiano significativamente il quadro di rischi (una *material adverse change*), l'investitore può vedersi riconosciuto un diritto di revoca straordinario. Va evidenziato che il Regolamento distingue fra investitori "sofisticati" e "non sofisticati" (terminologia che ricalca la distinzione tra clienti professionali e retail). Gli investitori sofisticati, categoria che comprende, tra gli altri, gli investitori professionali ai sensi MiFID, gli investitori istituzionali e altri soggetti con elevate competenze o disponibilità patrimoniali<sup>193</sup>, non sono destinatari di tutte le tutele sopra descritte. Ad esempio, essi possono rinunciare al periodo di ripensamento e non sono soggetti al test di appropriatezza né ai limiti di investimento con avviso.

---

<sup>191</sup> Art. 21, par. 7 e 8, Reg. (UE) 2020/1503: previsione del *simulation of the ability to bear loss* per investimenti eccedenti 1.000 € o il 5% del patrimonio. V. E. MACCHIAVELLO, *La regolazione del crowdfunding...*, cit., p. 153 ss., dove si evidenzia come questa soglia funzioni da "segnalatore" oltre il quale il gestore deve ottenere un'ulteriore conferma esplicita dall'investitore non sofisticato.

<sup>192</sup> Art. 22, Reg. (UE) 2020/1503: diritto di revoca entro 4 giorni lavorativi dall'ordine di investimento. Tale periodo di recesso breve era assente nella previgente normativa italiana, costituendo una novità a tutela del risparmiatore impulsivo. Sul raffronto con altri settori, anche F. MARTINI, *Il diritto di recesso nel crowdfunding e nelle vendite online: analogie e differenze*, in *Contratto e impr.*, 2022, p. 377 ss.

<sup>193</sup> Ai sensi dell'Allegato II della Direttiva MiFID II, un investitore "professionale" è colui che ha esperienza, conoscenze e competenze per prendere consapevolmente decisioni d'investimento; il Regolamento crowdfunding, oltre a richiamare tale nozione, include tra gli investitori sofisticati alcune sotto-categorie di investitori retail che soddisfino criteri patrimoniali (portafoglio superiore a 250.000 €) o dimensionali (investimenti annui elevati e dichiarazione di consapevolezza dei rischi). V. art. 2, par. 1, n. j) Reg. 2020/1503.

Questo regime differenziato risponde al principio di proporzionalità: chi possiede esperienza finanziaria o notevoli risorse è ritenuto in grado di valutare autonomamente i rischi e negoziare condizioni, senza necessità di un'eguale intensità di protezione prevista per il piccolo risparmiatore. Il gestore della piattaforma deve comunque verificare con evidenza documentale i requisiti per classificare un investitore come sofisticato e mantenere registri appropriati. Ulteriori profili di tutela riguardano la gestione dei conflitti di interesse e la salvaguardia delle somme investite. Il Regolamento proibisce espressamente al gestore e ai soggetti a lui collegati di investire nelle offerte di cui facilita la raccolta (salvo che ciò avvenga a condizioni identiche a quelle degli altri investitori e nei limiti di una quota minoritaria), così da evitare situazioni in cui il portale finanzi sé stesso o favorisca indebitamente taluni emittenti<sup>194</sup>. È inoltre vietato al gestore di accettare commissioni o incentivi mirati a canalizzare gli investitori verso una specifica offerta: la remunerazione deve rimanere neutrale rispetto alle singole operazioni, per prevenire condotte opportunistiche. Riguardo alla gestione operativa del denaro, se il portale intende detenere direttamente fondi degli investitori (ad esempio per conto dell'emittente in attesa di raggiungere l'obiettivo di raccolta), esso deve disporre di apposite salvaguardie. In pratica, il Regolamento impone al gestore di essere autorizzato anche come istituto di pagamento oppure di appoggiarsi a un intermediario abilitato (banca o IMEL) per tutte le movimentazioni di denaro<sup>195</sup>. Questo requisito, in continuità con la prassi già adottata in Italia sotto la vigilanza congiunta Consob-Banca d'Italia, garantisce che le somme versate dai piccoli investitori non finiscano confuse nel patrimonio del gestore del portale, ma siano custodite in conti separati e protetti, riducendo il rischio di frodi o insolvenze. In sintesi, il "pacchetto" di tutele per l'investitore delineato dal Regolamento (UE) 2020/1503 è robusto e articolato. Esso combina informazione trasparente, verifica di appropriatezza, facoltà di recesso e presidi organizzativi per minimizzare conflitti e rischi operativi. Tali misure sono ispirate, da un lato, alla normativa finanziaria tradizionale (MiFID II, Direttiva Prospetto, ecc.), ma dall'altro tengono conto delle peculiarità del *crowdfunding*: la disintermediazione tecnologica, il coinvolgimento di investitori non abituali, la necessità di procedure snelle online. La dottrina ha rilevato come il legislatore europeo abbia inteso creare un ambiente di fiducia attorno al

---

<sup>194</sup> Art. 8, Reg. (UE) 2020/1503 vieta al gestore di accettare incentivi per promuovere specifiche offerte e pone limiti agli investimenti effettuati da esso medesimo nei progetti sulla propria piattaforma (possibili solo entro il 10% dell'offerta e a condizioni non privilegiate). Ciò per evitare conflitti di interesse: anche M. C. MONTALENTI, *Fintech e conflitti di interesse: il caso delle piattaforme di crowdfunding*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2021, I, p. 41 ss.

<sup>195</sup> Art. 10, Reg. (UE) 2020/1503 richiama espressamente la necessità che il gestore, se tratta fondi di clienti, sia conforme alla normativa sui servizi di pagamento: in pratica, deve possedere una licenza di pagamento o appoggiarsi a un soggetto autorizzato. Sul parallelismo con la disciplina italiana previgente (che già imponeva ai portali di non detenere direttamente i fondi, delegando l'incasso a banche), v. U. MALVAGNA, *La gestione delle somme nel crowdfunding: profili civilistici e regolamentari*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 144 ss.

*crowdfunding*, indispensabile perché questo strumento possa realmente decollare su vasta scala<sup>196</sup>. Se infatti gli investitori percepiscono il crowdfunding come una “zona franca” priva di regole e protezioni, difficilmente destineranno somme significative; viceversa, un quadro regolamentare chiaro e garante, pur senza essere eccessivamente oneroso, può incoraggiare una più ampia partecipazione, canalizzando verso le piccole imprese porzioni di risparmio che altrimenti resterebbero inutilizzate o investite altrove. La sfida sarà ora quella di far convivere queste tutele con l’esigenza di semplicità e immediatezza che caratterizza il modello del crowdfunding, compito affidato in primo luogo ai gestori delle piattaforme, chiamati ad attuare proceduralmente i dettami normativi senza scoraggiare eccessivamente l’esperienza utente degli investitori.

##### 5. *Ruolo delle piattaforme autorizzate e supervisione dell’ESMA*

Il Regolamento (UE) 2020/1503 disegna un sistema di autorizzazione e vigilanza per i fornitori di servizi di *crowdfunding* improntato alla collaborazione tra autorità nazionali e autorità europee. Le piattaforme di *crowdfunding*, che il Regolamento definisce fornitori di servizi di *crowdfunding* per le imprese, devono obbligatoriamente essere autorizzate dall’autorità competente dello Stato membro in cui sono stabilite, prima di poter operare. Nel caso italiano, l’autorità designata è la Consob, in coordinamento con la Banca d’Italia per i profili prudenziali; in altri paesi il ruolo può essere assunto dall’Autorità di vigilanza dei mercati mobiliari (come la AMF in Francia o la CNMV in Spagna) ovvero da quella bancaria, a seconda dell’organizzazione interna di ciascun ordinamento<sup>197</sup>. L’istanza di autorizzazione deve essere presentata dalla società che intende gestire il portale, contenendo informazioni dettagliate sul programma di attività, sull’assetto organizzativo, sui sistemi informatici, sulle procedure per la tutela degli investitori e sulla governance. L’autorità nazionale valuta se sussistono tutte le condizioni previste dal Regolamento: requisiti di onorabilità e competenza degli esponenti aziendali, solidità dell’organizzazione, predisposizione dei sistemi per adempiere agli obblighi informativi, ecc. e adotta una decisione entro 3 mesi dalla domanda completa<sup>198</sup>. In caso di esito positivo, rilascia un’autorizzazione formale che abilita il richiedente a

---

<sup>196</sup> V. P. GIUDICI, *Crowdfunding e fiducia: il ruolo della regolazione europea*, in *Riv. delle società*, 2021, p. 820 ss., il quale sottolinea come la credibilità del mercato del crowdfunding dipenda in larga misura dalla percezione di sicurezza e trasparenza garantita dal nuovo quadro normativo.

<sup>197</sup> In Italia la competenza autorizzativa è attribuita alla Consob, sentita la Banca d’Italia (che interviene per i profili prudenziali, dati i possibili riflessi sull’intermediazione creditizia nel caso di lending). V. Banca d’Italia, Disposizioni di vigilanza in materia di servizi di crowdfunding (Comunicato 2 agosto 2023), dove si chiarisce la ripartizione delle competenze ai sensi dell’art. 4-sexies.1 TUF.

<sup>198</sup> Art. 12, Reg. (UE) 2020/1503. Il termine di 3 mesi decorre dalla ricezione di una domanda completa; le autorità possono richiedere integrazioni interrompendo il termine. In caso di diniego, deve essere motivato e notificato al

prestare legalmente servizi di crowdfunding in tutta l'Unione. L'autorizzazione può riguardare sia i servizi di investimento (collocamento di strumenti finanziari) sia l'intermediazione di finanziamenti sotto forma di prestito, giacché il Regolamento considera entrambe queste attività come componenti del servizio unico di *crowdfunding*. Una volta autorizzata in patria, la piattaforma ottiene il cosiddetto passaporto europeo. Ciò significa che il fornitore può operare liberamente anche negli altri Stati membri, notificando alla propria autorità di origine le giurisdizioni nelle quali intende offrire servizi, affinché questa informi a sua volta le autorità di destinazione (le quali non possono opporsi, salvo limitati casi di rischio per gli investitori). È lo stesso meccanismo che vige per molti servizi finanziari armonizzati: l'autorizzazione *home country* vale come lasciapassare *EU-wide*, evitando duplicazioni e oneri ripetitivi. Ad esempio, una piattaforma autorizzata da Consob potrà pubblicare offerte rivolte anche a investitori in Francia o Germania semplicemente attivando il passaporto, senza dover richiedere licenze in quei Paesi; viceversa, un gestore stabilito, poniamo, nei Paesi Bassi e autorizzato dall'AFM potrà operare in Italia su notifica, venendo assoggettato principalmente alla vigilanza olandese (fatta salva la possibilità per Consob di intervenire per aspetti locali, come le comunicazioni pubblicitarie in lingua italiana). In tal modo, il Regolamento mira a facilitare la creazione di piattaforme paneuropee e ad aumentare la competizione transfrontaliera, nell'interesse sia delle imprese, che potranno accedere a un bacino di investitori più ampio, sia degli investitori, che avranno a disposizione un ventaglio più ricco di progetti provenienti da diversi paesi. La vigilanza corrente sui fornitori di *crowdfunding* rimane anzitutto in capo alle autorità nazionali competenti, secondo il principio del paese d'origine: il *Country of Origin Supervisor* (COSU) monitora il rispetto del Regolamento da parte delle piattaforme che ha autorizzato, ne verifica periodicamente requisiti e adempimenti, ed è competente a irrogare sanzioni in caso di violazioni. Nel caso italiano, dunque, Consob esercita poteri di supervisione sul gestore autorizzato in Italia, potendo condurre ispezioni, richiedere informazioni, imporre misure correttive o sospendere l'attività del portale se necessario. Allo stesso tempo, il Regolamento prevede forme di cooperazione tra autorità: in presenza di operatività transfrontaliera, l'autorità del paese ospitante (*Host*) può segnalare al paese d'origine eventuali irregolarità riscontrate sul proprio territorio, così che quest'ultimo possa intervenire. In casi estremi, ad esempio in presenza di gravi minacce per gli investitori locali non adeguatamente fronteggiate dall'autorità di origine, l'autorità dello Stato ospitante può adottare misure urgenti limitate sul proprio territorio (come sospendere un'offerta o oscurare temporaneamente il sito), informandone immediatamente la Commissione europea e

---

richiedente. Sul procedimento autorizzativo, anche G. GASPARRI, *L'accesso al mercato delle piattaforme di crowdfunding: profili procedurali*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, p. 15 ss.

l'ESMA, affinché si valuti un coordinamento a livello centrale<sup>199</sup>. Proprio l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) assume un ruolo di raccordo e supervisione “di secondo livello” nel nuovo sistema. In base al Regolamento, le autorità nazionali devono comunicare all'ESMA tutte le autorizzazioni rilasciate, nonché eventuali revoche o sospensioni, affinché l'Autorità europea tenga aggiornato un registro pubblico centrale di tutti i fornitori di servizi di *crowdfunding* autorizzati nell'Unione<sup>200</sup>. Questo registro, consultabile online, aumenta la trasparenza e consente al pubblico di verificare facilmente lo status autorizzativo di una data piattaforma (contrastando possibili operatori abusivi). L'ESMA, inoltre, svolge funzioni di coordinamento: promuove lo scambio di informazioni tra supervisor nazionali, emana orientamenti tecnici per uniformare le prassi di vigilanza, e può fornire consulenza alla Commissione in sede di aggiornamento della normativa. Un compito importante è stato affidato all'ESMA nella fase attuativa: la predisposizione di alcune norme tecniche di regolamentazione (RTS) su aspetti specifici, come il formato e il contenuto dei report che i gestori devono inviare annualmente alle autorità, oppure le procedure standard per la notifica del passaporto. Tali RTS, elaborate dall'ESMA in collaborazione con l'EBA (per i profili di *lending*) e approvate dalla Commissione, contribuiscono a dare concretezza uniforme alle regole del Regolamento 2020/1503. Va sottolineato che l'ESMA non sostituisce né duplica le autorità nazionali nella vigilanza, ma funge da “supervisore dei supervisor”. In linea con il modello di vigilanza europea “decentrata” (già visto in altri settori come gli investment services), l'ESMA può tuttavia svolgere analisi comparative e *peer review* sulle attività dei regolatori nazionali in materia di *crowdfunding*, segnalando eventuali difformità applicative e promuovendo *best practices* comuni. Non ha invece, allo stato attuale, un potere di intervento diretto sui singoli fornitori di *crowdfunding* (come sanzionare una piattaforma): questi compiti restano riservati alle autorità nazionali, che applicano anche il regime sanzionatorio previsto dal Regolamento, il quale contempla un set minimo di violazioni e relative sanzioni amministrative pecuniarie e interdittive<sup>201</sup>. In sintesi, il Regolamento (UE) 2020/1503 costruisce un doppio livello di vigilanza: locale, tramite le autorità di ogni Stato membro responsabili delle autorizzazioni e del controllo primario; sovranazionale, tramite l'ESMA, garante della coerenza del sistema e depositaria delle

---

<sup>199</sup> Art. 29, Reg. (UE) 2020/1503 prevede le misure che l'autorità ospitante può adottare in emergenza (ad es. blocco temporaneo dell'accesso al portale dal proprio territorio) qualora l'autorità di origine non agisca e vi sia un grave pregiudizio per gli investitori locali. Tali misure sono soggette a conferma successiva da parte dell'ESMA e della Commission

<sup>200</sup> Art. 14, Reg. (UE) 2020/1503: l'ESMA istituisce un registro pubblico online dei fornitori autorizzati. Il registro riporta nome, paese, numero di autorizzazione, eventuali restrizioni o revoche.

<sup>201</sup> Artt. 39-40, Reg. (UE) 2020/1503 contengono il quadro sanzionatorio: le infrazioni (es. esercizio senza autorizzazione, violazione degli obblighi informativi, ecc.) possono essere punite con sanzioni amministrative pecuniarie fino a 500.000 € o percentuali del fatturato, oltre a misure interdittive (sospensione o ritiro autorizzazione). Tali sanzioni sono applicate dall'autorità nazionale; l'ESMA non dispone di poteri sanzionatori diretti in questo ambito.

informazioni pan-europee sulle piattaforme. Questo disegno è coerente con altre normative dell'Unione in ambito finanziario e riflette l'intento di assicurare al contempo vicinanza al mercato (tramite i regolatori nazionali che meglio conoscono gli operatori domestici) e uniformità regolamentare (tramite il coordinamento ESMA che previene arbitraggi o divergenze interpretative). Per i gestori di piattaforme, ciò implica l'inserimento in un circuito di vigilanza più strutturato rispetto al passato: devono dialogare con la propria autorità nazionale, ottemperando a richieste di segnalazioni periodiche e ispezioni, ma sono anche consapevoli che la loro attività ha una visibilità europea attraverso il registro ESMA e la possibilità di controllo incrociato. Per gli investitori e le imprese, questo sistema offre maggiori garanzie sulla serietà degli operatori: l'autorizzazione iniziale è un filtro importante (elimina soggetti privi di requisiti), e la supervisione continuativa riduce il rischio che comportamenti scorretti passino inosservati. Infine, giova menzionare che la direttiva 2020/1504, entrata in vigore contestualmente al Regolamento, ha modificato la disciplina MiFID II escludendo espressamente i servizi di *crowdfunding* dal perimetro di applicazione di alcune regole degli intermediari finanziari<sup>202</sup>. In Italia tale adeguamento ha comportato, ad esempio, l'introduzione nel TUF di una nuova disposizione (art. 4 - *sexies.1*) che attribuisce formalmente a Consob la vigilanza sui fornitori di servizi di *crowdfunding* e chiarisce che l'attività di gestione di portali non è soggetta alla riserva propria delle imprese di investimento. Ciò ha evitato potenziali conflitti di competenza e sovrapposizioni normative: un gestore autorizzato ai sensi del Regolamento 2020/1503 non deve più richiedere anche un'autorizzazione come SIM (società di intermediazione mobiliare) ai sensi del TUF, né sottostare alle norme MiFID, poiché opera in base a un titolo europeo speciale. In tal modo, il legislatore UE ha creato un regime su misura per il *crowdfunding*, che convive accanto a quelli tradizionali, evitando però incertezze su quale normativa applicare.

#### 6. *Impatto sul diritto interno italiano e possibili conflitti*

L'introduzione del Regolamento europeo sul *crowdfunding* ha comportato un significativo adeguamento del diritto interno italiano, con l'obiettivo di integrare il nuovo quadro sovranazionale ed eliminare le disposizioni nazionali confliggenti o divenute superflue. Poiché il Regolamento 2020/1503 è direttamente applicabile, l'Italia ha provveduto in *primis* a sopprimere o modificare le

---

<sup>202</sup> Dir. (UE) 2020/1504 del 7 ottobre 2020, che modifica la Dir. 2014/65/UE (MiFID II) e il Reg. (UE) 2017/1129 (Regolamento Prospetto) in connessione con il nuovo quadro sul *crowdfunding*. In particolare, la direttiva ha inserito nell'allegato I della MiFID un'esenzione per i servizi di *crowdfunding* prestati ai sensi del Reg. 2020/1503, evitando che essi siano considerati servizi di investimento soggetti a MiFID. L'Italia ha recepito tale direttiva con la L. 5 marzo 2024 n. 21, all'art. 8.

norme primarie che avevano istituito il previgente regime nazionale di *crowdfunding*, ormai assorbito da quello europeo. A tale scopo, è intervenuta la già menzionata Legge 5 marzo 2024 n. 21 (cosiddetta “Legge per la competitività dei capitali” o DDL Capitali), che contiene un corpus di disposizioni volte, tra l’altro, ad armonizzare il TUF con il Regolamento UE. In particolare, questa legge ha abrogato l’art. 50-quinquies TUF – che dal 2012 costituiva la base legale del *crowdfunding* italiano – sostituendolo con una nuova norma (art. 4-sexies.1 TUF) che recepisce integralmente i principi europei: essa definisce i fornitori di servizi di *crowdfunding* secondo il Regolamento, affida a Consob la relativa vigilanza e chiarisce la non applicabilità della disciplina degli intermediari tradizionali<sup>203</sup>. Contestualmente, è stato abrogato l’art. 100-ter TUF, il quale regolava l’esenzione dall’obbligo di prospetto per le offerte tramite portale: tale materia è ora interamente disciplinata dal Regolamento UE (art. 1, par. 4, lett. c) del Regolamento Prospetto, come modificato, che fissa in 5 milioni di euro il tetto generale<sup>204</sup>). In sintesi, dal 2024 la normativa primaria nazionale rinvia alla fonte europea per quanto concerne requisiti e limiti del *crowdfunding*, mantenendo solo quelle previsioni necessarie a coordinare le autorità e ad attuare eventuali opzioni lasciate agli Stati membri. Sul piano della normativa secondaria, la Consob ha provveduto a sostituire il precedente Regolamento n. 18592/2013 con un nuovo regolamento nazionale interamente dedicato all’attuazione del quadro europeo. Si tratta del Regolamento Consob 1° giugno 2023 n. 22720, il quale disciplina, tra l’altro: le procedure di autorizzazione dei fornitori di *crowdfunding* in Italia; l’esercizio dell’opzione (consentita dall’art. 3, par.6, Reg. UE) di prevedere requisiti patrimoniali aggiuntivi per i gestori; le modalità di svolgimento delle comunicazioni di marketing nel territorio italiano; e il coordinamento con la normativa antiriciclaggio e sulle funzioni di Bankitalia<sup>205</sup>. Questo regolamento ha valore integrativo rispetto alla normativa UE: non può derogare ai precetti del Regolamento 2020/1503, ma può chiarirne l’applicazione concreta ove il Regolamento rinvii alle leggi nazionali (ad esempio in tema di sanzioni o procedure amministrative). Di fatto, la Consob

---

<sup>203</sup> L. 5 marzo 2024 n. 21, art. 8, comma 1: abroga l’art. 50-quinquies TUF e introduce l’art. 4-sexies.1, che attribuisce a Consob la vigilanza sui fornitori di servizi di *crowdfunding* e a Banca d’Italia compiti per la stabilità finanziaria, recependo la distinzione di funzioni delineata dal Reg. UE. V. F. PRENESTINI, *L’adeguamento della disciplina italiana al Regolamento (UE) 2020/1503*, in *Riv. delle società*, 2023, p. 627, che illustra le modifiche normative apportate dal legislatore italiano in attuazione del regolamento europeo.

<sup>204</sup> Art. 1, par. 4, lett. c), Reg. (UE) 2017/1129 come modificato dal Reg. 2020/1503: esenzione dall’obbligo di prospetto per le offerte di *crowdfunding* fino a 5 milioni di Euro. L’Italia in precedenza, esercitando la facoltà dell’art. 3, par. 2, del Reg. 2017/1129, aveva elevato la soglia domestica a 8 milioni (art. 100, co.1, lett. c) TUF, ora riportata a 5 milioni in coerenza con la normativa UE). Anche E. ZANETTI, *La soglia tra prospetto ed esenzione: dal diritto nazionale al diritto uniforme*, in *Giur. Comm.*, 2020, I, p. 45 ss.

<sup>205</sup> Delibera Consob n. 22720 del 1° giugno 2023 – Regolamento in materia di servizi di *crowdfunding*, pubblicato in G.U. n. 156/2023. Esso disciplina i profili procedurali e di dettaglio lasciati agli Stati membri: ad esempio, prevede l’invio a Consob di una relazione annuale da parte dei gestori, stabilisce le soglie di esenzione per le comunicazioni pubblicitarie locali, e coordina gli obblighi antiriciclaggio dei gestori con la normativa nazionale. Per un commento, v. G. RUTA, *Il nuovo Regolamento Consob sul crowdfunding: continuità e innovazione*, in *Le Società*, 2023, p. 915 ss.

con il Reg. 22720 ha “accompagnato” la transizione dal vecchio regime al nuovo, abrogando formalmente il Regolamento 18592 e delineando un ponte tra i gestori autorizzati secondo la vecchia disciplina e il nuovo regime ECSP. Durante un periodo transitorio, infatti, il legislatore europeo aveva consentito alle piattaforme già operanti di continuare l’attività fino al 10 novembre 2023 sulla base dell’autorizzazione nazionale pregressa<sup>206</sup>. L’Italia ha sfruttato appieno tale facoltà, prorogando di un anno (dal 2022 al 2023) l’operatività del regime nazionale, così da dare tempo agli operatori di adeguarsi e ottenere la nuova autorizzazione europea. Alla scadenza del termine, dal 11 novembre 2023, solo i fornitori autorizzati ex Regolamento UE possono legittimamente operare: quelli che non hanno ottenuto l’autorizzazione ECSP hanno dovuto cessare l’attività o essere assorbiti da altri operatori autorizzati. La Consob ha pubblicato sul proprio sito l’elenco delle piattaforme autorizzate e, in collaborazione con ESMA, cura l’aggiornamento della lista e la revoca di eventuali soggetti inadempienti. Dal punto di vista sistematico, l’impatto della normativa europea è stato quello di “europeizzare” una materia che in Italia aveva rappresentato un laboratorio pionieristico. La disciplina nazionale del 2012-2017, per quanto innovativa, presentava alcuni limiti e potenziali conflitti con istituti di fondo del nostro ordinamento. Si pensi, ad esempio, al principio tradizionale secondo cui solo le società per azioni (e in certi casi le società in accomandita per azioni) possono fare appello al pubblico risparmio, mentre le s.r.l. ne sono escluse: principio desumibile dall’art. 2468 c.c. sulle quote di s.r.l. non liberamente trasferibili e dall’art. 2483 c.c. sul divieto di emissione di obbligazioni da parte delle s.r.l. salvo condizioni specifiche. L’apertura del *crowdfunding* già dal 2013 alle start-up in forma di s.r.l. costituiva una deroga mirata a tali principi, giustificata dal carattere speciale della normativa di settore. Con l’avvento del regime europeo, questa deroga diventa strutturale e generalizzata per le PMI: oggi una s.r.l. può raccogliere capitale di rischio dal pubblico indistinto, nei limiti del Regolamento UE, senza che ciò contrasti con il diritto societario comune, in quanto tale operatività è prevista e regolata da una normativa sovraordinata. Per risolvere definitivamente la tensione, il legislatore italiano ha ulteriormente adeguato il codice civile: la Legge n. 21/2024 ha introdotto la possibilità per le s.r.l. PMI di dematerializzare volontariamente le proprie quote<sup>207</sup> (iscrivendole in un sistema di gestione accentrata, analogamente ai titoli azionari). Questa innovazione consente, da un lato, di facilitare la

---

<sup>206</sup> Art. 48, par. 1, Reg. (UE) 2020/1503 concedeva fino al 10 novembre 2022 per conformarsi; con Reg. (UE) 2022/2206 il termine è stato esteso al 10 novembre 2023. L’Italia ha emanato il D.L. 11 novembre 2022 n. 173 (conv. in L. 5/2023) recependo l’estensione. Anche Consob, Comunicazione n. 8/22 del 18 novembre 2022, che confermava la possibilità per i gestori iscritti di proseguire l’attività fino al nuovo termine transitorio

<sup>207</sup> L. 5 marzo 2024 n. 21, art. 3, comma 2: introduce nel codice civile (art. 2468 c.c.) la facoltà per le s.r.l. PMI di emettere “quote dematerializzate” depositate presso Monte Titoli o altro depositario centrale. Contestualmente, l’art. 4 della stessa legge modifica l’art. 50-quinquies, comma 2, TUF (poi abrogato del tutto) per eliminare il riferimento agli “ordini di vendita” delle quote, divenuto superfluo essendo ora possibile il loro trasferimento tramite sistemi accentrati

sottoscrizione e circolazione delle partecipazioni di s.r.l. raccolte via *crowdfunding*, e dall'altro di creare i presupposti tecnici per eventuali mercati secondari delle quote di PMI. La mancanza di un mercato secondario per i titoli acquistati tramite *crowdfunding* era stata spesso segnalata come un punto debole del sistema previgente<sup>208</sup>; ora, grazie alla dematerializzazione e ad una norma ad hoc del Regolamento (art. 25, par. 5), i gestori di portali possono mettere a disposizione degli investitori una bacheca elettronica per lo scambio informale di strumenti acquisiti via *crowdfunding*, pur senza trasformarsi in vere e proprie sedi di negoziazione. Si tratta di un equilibrio sottile ma importante: il bulletin board previsto dal Regolamento consente di dare un minimo di liquidità agli investimenti (ad esempio, consentendo ad un socio di rivendere la propria quota ad un altro utente della piattaforma), senza però sfociare nella creazione di mercati regolamentati non voluti.

L'adeguamento italiano sul piano tecnico (quote dematerializzate) era condizione necessaria perché anche le s.r.l. potessero beneficiare appieno di questa opportunità di trading secondario. Altra potenziale area di conflitto riguardava la disciplina delle riserve di attività in campo finanziario. Prima dell'armonizzazione UE, l'attività di *lending crowdfunding* sollevava interrogativi rispetto alla normativa bancaria: mettere in relazione più finanziatori con una società bisognosa di credito significava, in sostanza, esercitare un'attività di intermediazione creditizia, soggetta in linea generale alla riserva a favore di banche e intermediari finanziari ex art. 106 TUB. La Banca d'Italia aveva affrontato la questione con linee guida (2016) in cui consentiva il *social lending* purché il gestore non svolgesse direttamente l'attività di concessione di finanziamenti ma si limitasse a facilitare il contatto, eventualmente avvalendosi di banche per la raccolta e l'erogazione tecnica dei prestiti. Ora il Regolamento 2020/1503, pur non potendo derogare formalmente alle normative bancarie nazionali, ha di fatto tipizzato la figura del fornitore di servizi di *crowdfunding* includendovi l'intermediazione di finanziamenti tra privati e imprese. L'Italia ha riconosciuto questa nuova figura nel proprio ordinamento: la Legge n. 21/2024 ha modificato il Testo Unico Bancario escludendo esplicitamente dall'ambito dell'art. 106 TUB i servizi di *crowdfunding* autorizzati ai sensi del Regolamento europeo<sup>209</sup>. In tal modo, si è chiarito che i gestori di piattaforme di *lending* non devono iscriversi nell'albo degli intermediari finanziari né ottenere licenze bancarie, superando ogni possibile conflitto di competenza. Resta ferma la collaborazione della Banca d'Italia nella vigilanza, per monitorare eventuali effetti sistemici, ma il perimetro autorizzativo è unificato sotto l'egida Consob/ESMA. In conclusione, l'impatto del Regolamento

---

<sup>208</sup> V. nota 186.

<sup>209</sup> L. 5 marzo 2024 n. 21, art. 7: modifica l'art. 106 TUB escludendo dall'albo 106 gli operatori di *crowdfunding* autorizzati ex Reg. 2020/1503. Inoltre, viene coordinata la definizione di attività di concessione di finanziamenti al pubblico, chiarendo che non integra raccolta del risparmio l'attività svolta per il tramite di piattaforme di *crowdfunding* autorizzate. Sul punto v. Banca d'Italia, Relazione illustrativa alla Legge 21/2024, par. 5.

(UE) 2020/1503 sull'ordinamento italiano è stato duplice: innovativo sul piano delle opportunità per imprese e investitori, ma al contempo riordinativo sul piano normativo, avendo razionalizzato una materia che era regolata da una stratificazione di fonti nazionali emergenziali. Le possibili conflittualità con principi interni (divieti societari, riserve di attività, limiti prospettuali) sono state risolte attraverso mirate modifiche legislative e regolamentari, in uno sforzo di coordinamento non banale. La dottrina ha osservato che, con questa armonizzazione, il *crowdfunding* passa da fenomeno "sperimentale" a componente strutturale dei mercati finanziari, inserita a pieno titolo nel Testo Unico della Finanza e sorvegliata con rigore<sup>210</sup>. Permangono tuttavia alcune sfide interpretative e applicative: ad esempio, andrà verificato come si concilieranno nel tempo le prescrizioni europee con eventuali incentivi fiscali nazionali (come quelli previsti per chi investe in start-up innovative) o con normative settoriali (si pensi al *crowdfunding* immobiliare, che potrebbe intersecarsi con regole urbanistiche o di tutela acquirenti). Inoltre, l'effettiva istituzione di una piattaforma paneuropea dipenderà dalla capacità degli operatori di sfruttare il passaporto: non è escluso che vi siano inizialmente resistenze culturali degli investitori a usare portali esteri, o delle stesse PMI ad aprirsi a soci internazionali, rendendo necessario un periodo di adattamento. Sul fronte regolatorio, un possibile profilo di frizione potrebbe sorgere dalla convivenza di regimi differenti per soglie diverse: come accennato, l'Italia fino al 2019 consentiva offerte domestiche fino a 8 milioni senza prospetto, mentre il regime europeo si arresta a 5 milioni; ciò significa che un'offerta compresa tra 5 e 8 milioni oggi non può più avvalersi di un "limbo" nazionale ma ricade nella disciplina del prospetto (salvo eventuali future modifiche UE). Si tratta di aspetti da monitorare, ma nel complesso il bilancio dell'adeguamento italiano appare positivo: le norme interne si sono adattate senza traumi alla cornice europea e, anzi, ne hanno colto l'occasione per colmare lacune pregresse (come la regolamentazione di mercati secondari e la definizione univoca di PMI). L'apertura europea al *crowdfunding* obbligazionario, dunque, lungi dal generare conflitti con il diritto interno, ha operato come fattore di modernizzazione e uniformazione, inserendo l'Italia nel circuito di un mercato continentale più ampio e dinamico, con regole comuni a tutela di tutti gli attori coinvolti.

---

<sup>210</sup> C. RABITTI BEDOGNI, *Dal portale nazionale all'ECSP: il crowdfunding entra nel TUF*, in *Rivista di Dir. Bancario*, 2024, I, p. 170 ss., osserva come l'armonizzazione europea abbia completato l'integrazione del crowdfunding nel quadro normativo generale, trasformandolo da fenomeno alternativo e di nicchia a parte integrante del mercato finanziario regolamentato.

## CAPITOLO V

### CASI PRATICI E PROSPETTIVE DI RIFORMA

SOMMARIO: – 1. Il caso Viveracqua Hydrobond. – 2. Il caso ItaliaBond. – 3. Prospettive di riforma e proposte di miglioramento.

#### 1. Il caso Viveracqua Hydrobond

Il Consorzio Viveracqua nasce nel 2011 raggruppando le principali aziende pubbliche del servizio idrico integrato del Veneto. L'idea alla base è quella di unire forze per sviluppare attività industriali e finanziarie di grande portata mantenendo il legame col territorio. In questo contesto, dal 2014 Viveracqua ha introdotto un innovativo strumento di finanziamento obbligazionario denominato Hydrobond, con l'obiettivo di sostenere massicci piani di investimento sulla rete idrica regionale. Si tratta della prima operazione in Italia ed Europa in cui gestori idrici medio-piccoli si coordinano per emettere obbligazioni destinate a finanziatori istituzionali. L'iniziativa nasceva dall'esigenza di reperire risorse a lungo termine per ammodernare le infrastrutture idriche, in un contesto di vincoli finanziari per le società pubbliche locali<sup>211</sup>. L'obiettivo esplicito era di attivare investimenti infrastrutturali sfruttando il mercato dei capitali in alternativa al tradizionale canale bancario, così da diversificare le fonti di finanziamento e accelerare i piani di crescita e manutenzione della rete. Nel concreto, i proventi raccolti tramite gli Hydrobond sono destinati ad un programma di interventi sul servizio idrico integrato del Veneto, volti all'ammodernamento di acquedotti, fognature e impianti di depurazione, in linea con i principi di sostenibilità e a beneficio di milioni di cittadini serviti<sup>212</sup>. L'operazione Viveracqua Hydrobond presenta una struttura di finanza articolata in più fasi. In occasione della prima emissione (2014), otto società consorziate collocarono ciascuna un minibond sul mercato ExtraMOT Pro di Borsa Italiana, per un totale aggregato di €150 milioni. Tali minibond, tutti di taglio inferiore a €50 milioni e con scadenze allineate, furono interamente sottoscritti da uno *Special Purpose Vehicle* (SPV) denominato Viveracqua Hydrobond 1 S.r.l., costituito ai sensi della legge 130/1999 sulle cartolarizzazioni<sup>213</sup>. Lo SPV ha finanziato l'acquisto emettendo a sua volta *asset-backed securities* (ABS) di pari ammontare, titoli obbligazionari

---

<sup>211</sup> Unioncamere Veneto, Minibond e finanziamenti alternativi per le imprese venete, 2015.

<sup>212</sup> Viveracqua S.c.ar.l., Comunicato stampa: avvio operazione Hydrobond, 2014.

<sup>213</sup> Legge 30 aprile 1999, n. 130, "Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti", in G.U. n. 107 del 10 maggio 1999.

connessi ai flussi dei minibond sottostanti e destinati a investitori istituzionali<sup>214</sup>. La maggioranza di tali ABS fu sottoscritta dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI) assieme ad altri investitori qualificati. L'operazione del 2014 è stata la prima cartolarizzazione di minibond in Italia, strutturata da Banca Finint in qualità di *arranger*<sup>215</sup>. Per migliorare il profilo di rischio dell'emissione, fu costituito un meccanismo di *credit enhancement*: la Regione Veneto insieme alle società emittenti conferì una riserva di liquidità pari al 20% del valore totale, da utilizzare a garanzia in caso di insolvenza di uno dei gestori<sup>216</sup>. Questo fondo di garanzia mutualistico ha contribuito a ridurre il rischio per gli investitori finali, rendendo l'operazione più solida. Sulla scia del successo iniziale, nel 2016 Viveracqua realizzò una seconda emissione (Hydrobond Serie 2) per €77 milioni, coinvolgendo cinque nuovi gestori del consorzio. Anche in questo caso ciascun emittente collocò un proprio minibond sottoscritto dallo stesso SPV, che emise una seconda serie di ABS a tasso fisso destinata a BEI e Banca Finint. Le ABS di Serie 2, aventi stessa scadenza delle precedenti, furono emesse pari passo con la Serie 1, permettendo di aumentare la massa dell'operazione finanziaria. Complessivamente, le prime due operazioni Hydrobond permisero di raccogliere €227 milioni entro il 2016, utilizzati per co-finanziare un piano di investimenti infrastrutturali di circa €450 milioni. Nel 2020 il modello è stato ulteriormente evoluto con l'operazione Hydrobond 3 da €248 milioni. Sei gestori partecipanti hanno emesso ciascuno tre tranches di obbligazioni con diverse scadenze: Short (14 anni), Medium (17 anni) e Long (24 anni). Lo SPV dedicato (Viveracqua Hydrobond 2020 S.r.l.) ha acquistato tali obbligazioni suddividendole in tre comparti separati (Short, Medium, Long) e ha emesso a propria volta tre classi di titoli ABS corrispondenti. I titoli del comparto Long sono stati sottoscritti dalla BEI, mentre quelli Short e Medium da altri investitori istituzionali, con la previsione che restino negoziabili solo tra investitori professionali. Anche Hydrobond 3 incorpora un meccanismo di supporto creditizio: gli emittenti hanno conferito risorse in un conto vincolato comune (pegno irregolare) utilizzabile dallo SPV in caso di inadempienza di uno o più gestori, migliorando il profilo di rischio complessivo. Le cedole annue delle tre tranches erano differenziate in funzione della durata (2,70% Short; 3,35% Medium; 3,50% Long). In particolare, la *tranche Long* beneficia di un meccanismo di retrocessione degli interessi da parte della BEI, che riduce il tasso effettivo a carico dei gestori aderenti. Questo schema di *tranching* ha consentito di soddisfare le diverse preferenze degli investitori (BEI interessata al lungo termine, altri a scadenze più brevi) e di ottimizzare il costo del debito per i gestori. Nel 2022 è stata realizzata la quarta emissione Hydrobond (VH4) per €148,5 milioni, coinvolgendo sei società consorziate. L'operazione ha

---

<sup>214</sup> Unioncamere Veneto, Il caso Viveracqua Bond: innovazione finanziaria nel settore idrico, 2016.

<sup>215</sup> Banca Finint, Hydrobond: il ruolo di arranger e servicer, Report tecnico, 2015.

<sup>216</sup> Veneto Sviluppo S.p.A., Relazione annuale 2014, sezione "Partecipazioni a fondi di garanzia per minibond".

seguito l'impianto strutturale inaugurato nel 2020, con Banca Finint ancora nel ruolo di *arranger*, e si è configurata come private placement interamente collocato presso investitori istituzionali (BEI, Cassa Depositi e Prestiti e Kommunalkredit). Nel 2024 si è infine perfezionata la quinta emissione (Viveracqua Hydrobond 2024) da €200 milioni, portando il totale delle risorse obbligazionarie raccolte dal 2014 a quasi €825 milioni. Questo quinto bond, sottoscritto da BEI, CDP, Kommunalkredit e Volksbank, è assistito dalla Garanzia "Archimede" di SACE fino al 70% dell'importo<sup>217</sup>. La garanzia Archimede, strumento statale di supporto a finanziamenti fino a 25 anni, ha consentito di rafforzare ulteriormente la solidità dell'operazione, riducendo il rischio per gli investitori e facilitando il collocamento a condizioni vantaggiose per i gestori. Banca Finint ha continuato a svolgere il ruolo chiave di strutturatore e collocatore dei titoli in tutte le emissioni. Il caso Viveracqua Hydrobond coinvolge una pluralità di attori pubblici e privati in sinergia. Sul lato emittenti, figurano le società del servizio idrico consorziate in Viveracqua: inizialmente 8 operatori (poi aumentati a 12 membri totali del consorzio) che servono complessivamente la quasi totalità dei comuni veneti. Si tratta di *utilities* interamente pubbliche di medio-piccole dimensioni, il cui ambito territoriale è circoscritto a province o bacini idrografici locali. Operando congiuntamente attraverso il consorzio, queste aziende hanno potuto presentarsi con un'"efficace dimensione industriale" unitaria agli occhi degli investitori, pur mantenendo il legame col territorio. Il consorzio Viveracqua ha svolto quindi un ruolo di coordinamento strategico, fungendo da piattaforma condivisa per ottimizzare procedure, competenze e sistemi finanziari delle singole aziende. Sul lato investitori, il progetto si è basato principalmente sul sostegno di investitori istituzionali di prim'ordine. La Banca Europea per gli Investimenti (BEI), braccio finanziario dell'UE, ha partecipato fin dal primo Hydrobond come investitore di riferimento (*anchor investor*), riconoscendo la solidità del modello e il suo impatto positivo sul territorio<sup>218</sup>. La Cassa Depositi e Prestiti (CDP), istituzione finanziaria pubblica italiana, è anch'essa intervenuta in più tranches come sottoscrittore, in linea con la propria missione di supportare le infrastrutture nazionali<sup>219</sup>. Altri investitori qualificati coinvolti includono la banca austriaca Kommunalkredit (specializzata in finanziamenti pubblici e infrastrutturali) e banche locali come Volksbank, Banca Popolare dell'Alto Adige. Questi soggetti hanno apportato capitali freschi convogliandoli nel sistema idrico veneto in cambio di titoli obbligazionari a medio-lungo termine garantiti da flussi tariffari stabili. Un ruolo cruciale è svolto dalle banche *arrangers*: in particolare Banca Finint<sup>220</sup> (Finanziaria Internazionale) ha ideato e strutturato tutte le operazioni

---

<sup>217</sup> SACE S.p.A., La Garanzia Archimede a sostegno delle infrastrutture idriche, Documento istituzionale, 2024.

<sup>218</sup> Banca Europea per gli Investimenti (BEI), *Investing in Water Infrastructure – Viveracqua Hydrobond*, Report, 2014.

<sup>219</sup> Viveracqua S.c.ar.l., Comunicato stampa Hydrobond 5 – sottoscrizione CDP, BEI, Kommunalkredit e Volksbank, 2024.

<sup>220</sup> Banca Finint, Il ruolo di *arranger* e *servicer* nell'operazione Hydrobond, Documento tecnico, 2016.

Hydrobond, curando gli aspetti tecnici (creazione dello SPV, rating, collocamento) e coordinando i rapporti tra gestori e investitori. Finint ha operato anche come *underwriter* in talune emissioni, temporaneamente sottoscrivendo parti dei titoli per facilitarne il buon esito. Sul fronte pubblico, va ricordato il contributo della Regione Veneto, che nella prima fase ha co-finanziato il fondo di garanzia (*credit enhancement*) a tutela degli investitori. Infine, con l'ultimo Hydrobond va menzionato SACE (Sezione speciale Garanzia Italia): la sua garanzia "Archimede" ha coperto parte del rischio, rientrando nelle politiche nazionali di sostegno a progetti strategici e sostenibili<sup>221</sup>. In sintesi, il caso Viveracqua vede collaborare consorzi di enti locali, istituzioni finanziarie europee e nazionali, banche d'investimento e enti pubblici di garanzia. Questa partnership pubblico-privata è stata fondamentale per il successo dell'iniziativa, poiché ha messo insieme i fabbisogni delle *utilities* locali con la capacità di finanziamento di attori sovranazionali e la competenza tecnica di intermediari finanziari specializzati<sup>222</sup>. Dal punto di vista dei risultati, l'iniziativa Viveracqua Hydrobond viene considerata un caso di successo nella finanza per infrastrutture locali. In un decennio (2014-2024) si sono perfezionate cinque emissioni obbligazionarie per un totale di circa €825 milioni raccolti<sup>223</sup>. Tali risorse hanno consentito di attivare investimenti per oltre €2 miliardi nella rete idrica veneta, finanziando centinaia di cantieri di ammodernamento, riduzione perdite e ampliamento di reti acquedottistiche e fognarie<sup>224</sup>. L'effetto leva (investimenti doppi rispetto ai capitali raccolti) è indicativo del fatto che i bond hanno spesso cofinanziato progetti accanto a fondi pubblici o capitali propri delle aziende. L'impatto positivo si misura in benefici ambientali e sociali: miglior servizio idrico per circa 3 milioni di cittadini, maggiore sostenibilità e resilienza delle infrastrutture, riduzione delle dispersioni d'acqua. Dal punto di vista finanziario, le emissioni Hydrobond hanno permesso ai gestori veneti di accedere a finanziamenti di lungo periodo a tassi competitivi, diversificando le fonti oltre il canale bancario tradizionale. In tal modo, aziende di medio-piccola dimensione (alcune delle quali da sole non avrebbero avuto un merito di credito sufficiente) hanno potuto beneficiare di capitali di debito tipicamente accessibili a società più grandi o quotate. Il modello di aggregazione tramite SPV ha ridotto il rischio idiosincratco, offrendo agli investitori un portafoglio diversificato di crediti e una scala di emissione "critica" altrimenti difficilmente raggiungibile dai singoli gestori. La presenza di BEI e CDP come *anchor investors* e garanti di fatto della bontà dell'operazione ha rafforzato la credibilità verso il mercato e abbassato il costo del capitale. Un ulteriore risultato positivo è stato il rafforzamento delle competenze

---

<sup>221</sup> SACE S.p.A., Garanzia Archimede: sostegno ai minibond per infrastrutture idriche, Nota istituzionale, 2024.

<sup>222</sup> Unioncamere Veneto, Il modello Hydrobond come best practice replicabile, 2017.

<sup>223</sup> Banca Europea per gli Investimenti (BEI), Viveracqua Hydrobond 2024: 200 milioni per il Veneto, Report 2024.

<sup>224</sup> Banca Europea per gli Investimenti (BEI), *Annual Report on Investment in Infrastructure*, 2024.

finanziarie e progettuali all'interno delle utilities: lavorando insieme per strutturare operazioni complesse, le aziende consorziate hanno sviluppato *know-how* condiviso che potrà facilitare future iniziative. Accanto a questi successi, sono emerse anche criticità e limiti. Una prima criticità riguarda la dipendenza da investitori istituzionali pubblici: BEI e CDP hanno sottoscritto quote maggioritarie dei bond, il che indica che senza il loro apporto il coinvolgimento di investitori privati di mercato è stato limitato. Ciò solleva interrogativi sulla sostenibilità di mercato dell'iniziativa nel caso in cui tali enti riducano il supporto in futuro. Il collocamento è avvenuto in forma privata, senza un vero mercato secondario liquido (le ABS risultano negoziabili solo tra professionali): questo potrebbe limitare l'interesse di alcuni investitori e pone il tema della liquidità degli strumenti emessi. Dal lato dei gestori, va notato che non tutte le società consorziate hanno usufruito in egual misura degli Hydrobond: alcune grandi aziende con elevata capacità di autofinanziamento hanno preferito non partecipare alle emissioni obbligazionarie. Ciò evidenzia che il modello è stato sfruttato soprattutto dai gestori con maggior fabbisogno finanziario, mentre altri lo hanno considerato meno conveniente rispetto ad altre fonti. Un limite strutturale iniziale era la complessità legale e organizzativa: l'operazione ha richiesto il coinvolgimento di un SPV, di un pool di consulenti legali, rating esterni, meccanismi di garanzia, ecc., con costi transazionali non trascurabili. Solo grazie alle dimensioni consortili tali costi si sono ripartiti, ma per singole PMI replicare un simile schema sarebbe proibitivo. Inoltre, l'evoluzione dell'iniziativa mostra che dopo i "primi ottimi risultati" vi è il rischio di un rallentamento: raggiunta una fase di maturità, Viveracqua si trova davanti al bivio se compiere un salto di qualità ulteriore o vedere affievolire lo slancio iniziale. Analisi indipendenti notano come l'esperimento, pur valido, potrebbe perseguire obiettivi più ambiziosi in termini di integrazione strategica tra i gestori. Ad esempio, si suggerisce che una maggiore aggregazione formale tra le *utilities* (fusioni, sinergie più spinte) potrebbe potenziare ulteriormente la capacità di credito e l'efficienza operativa, mentre una governance consortile debole rischia di far regredire i progressi fatti. In conclusione, il caso Viveracqua Bond ha dimostrato i benefici di un approccio consortile all'emissione di debito per infrastrutture locali: ha mobilitato ingenti investimenti, innovato gli strumenti finanziari a disposizione degli enti pubblici locali e fatto scuola (iniziative analoghe sono state avviate in Lombardia e Piemonte ispirandosi a questo modello). Al contempo, evidenzia la necessità di supporto istituzionale e normativo per iniziative di questo tipo, nonché l'importanza di una governance solida per mantenerne la sostenibilità nel lungo periodo. Gli Hydrobond veneti restano un esempio pionieristico di come anche società pubbliche non quotate possano accedere al mercato obbligazionario attraverso

strutture innovative, aprendo la strada a futuri progetti di finanziamento alternativo nel settore dei servizi pubblici locali.

## 2. *Il caso ItaliaBond*

ItaliaBond è una piattaforma fintech italiana, lanciata nel 2023 e autorizzata nel 2025, dedicata al *crowdinvesting* in strumenti di debito<sup>225</sup>. Si tratta di un portale di investimento online sviluppato e gestito dalla società Italia Capitalis S.r.l., la cui missione è facilitare l'incontro tra imprese italiane in cerca di capitali e investitori, attraverso l'emissione e collocamento di minibond via internet. La piattaforma nasce in attuazione del nuovo Regolamento Europeo sul crowdfunding (Reg. UE 2020/1503), recepito in Italia dalla Consob, che per la prima volta consente di collocare obbligazioni e titoli di debito di società non quotate tramite portali online autorizzati<sup>226</sup>. Dopo un complesso iter autorizzativo presso Consob e Banca d'Italia, ItaliaBond ha ottenuto l'abilitazione come fornitore di servizi di crowdfunding per strumenti finanziari, potendo svolgere attività di collocamento dei titoli senza garanzia nei confronti degli emittenti e di ricezione ordini degli investitori. In sostanza, ItaliaBond opera come mercato digitale in cui le imprese (prevalentemente PMI) possono emettere minibond fino a un importo massimo di €5 milioni annui per emittente, soglia stabilita dal regolamento per usufruire di un regime semplificato, esente da obbligo di prospetto. Dal lato operativo, una società interessata a raccogliere fondi presenta sulla piattaforma un progetto di investimento e le caratteristiche del minibond che intende emettere (importo, durata, tasso, eventuali garanzie, covenant, ecc.). La piattaforma, attraverso un team di esperti e partner, svolge un'analisi di *due diligence* e aiuta l'azienda a strutturare l'operazione in modo adeguato. Viene redatto un documento informativo per gli investitori conforme alle normative vigenti (in luogo del tradizionale prospetto, data la deroga per emissioni < €5M). Una volta approvata, l'offerta di minibond viene pubblicata online su ItaliaBond.it, visibile a tutti gli utenti registrati<sup>227</sup>. Gli investitori possono quindi, tramite la piattaforma, sottoscrivere quote del minibond in modalità digitale, impartendo ordini di acquisto per l'ammontare desiderato<sup>228</sup> (nel limite dell'emissione). La transazione avviene interamente online: la piattaforma raccoglie le adesioni e, a chiusura

---

<sup>225</sup> Italia Capitalis S.r.l., Presentazione ufficiale della piattaforma ItaliaBond.it, 2023.

<sup>226</sup> Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 7 ottobre 2020, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, in G.U.U.E. L 347/1 del 20 ottobre 2020.

<sup>227</sup> CONSOB, *Guida operativa per i portali di crowdfunding ai sensi del Reg. UE 2020/1503*, 2022.

<sup>228</sup> Monte Titoli – Euronext Group, *La dematerializzazione dei minibond per PMI*, Nota tecnica, 2023.

dell'offerta, assegna le obbligazioni sottoscritte agli investitori e trasferisce i fondi raccolti all'emittente<sup>229</sup> (al netto delle commissioni). ItaliaBond utilizza un software proprietario con un'interfaccia *user-friendly*, progettato per rendere il processo di investimento semplice e comprensibile anche ai risparmiatori non esperti. Particolare enfasi è posta su trasparenza e sicurezza: vengono fornite informazioni dettagliate sui costi e sui rischi, e gli investitori hanno a disposizione rendicontazioni chiare sull'andamento dei propri investimenti<sup>230</sup>. Il portale inoltre integra tecnologie avanzate per la protezione dei dati e delle transazioni, al fine di garantire un ambiente affidabile. Un elemento chiave del modello operativo è la dematerializzazione e registrazione dei titoli: i minibond collocati tramite ItaliaBond sono emessi in forma digitale e probabilmente accentrati presso un depositario autorizzato (ad esempio Monte Titoli) per consentire la trasferibilità<sup>231</sup>. Ciò permette eventuali scambi successivi tra investitori sul mercato secondario, sebbene in questa fase iniziale la liquidità sia limitata e l'investimento vada considerato tipicamente "a scadenza". La piattaforma, una volta consolidata nel debito, prevede di espandersi anche nel segmento *equity crowdfunding* e in altri strumenti di finanza alternativa (es. *real estate crowdfunding*), diventando un hub integrato per il finanziamento diretto alle PMI<sup>232</sup>. Per ora, tuttavia, ItaliaBond si presenta come la prima piattaforma italiana interamente dedicata ai minibond e focalizzata sulla disintermediazione bancaria nel finanziamento alle piccole imprese. Il suo funzionamento incarna il concetto di *marketplace lending* applicato ai titoli obbligazionari: anziché richiedere un prestito a una banca, la PMI emette un'obbligazione che viene sottoscritta da una "folla" di investitori attraverso la rete, i quali in cambio percepiscono direttamente gli interessi promessi. Questo *bypass* del canale bancario consente ai risparmiatori di accedere all'intero rendimento dell'obbligazione privata emessa, e alle aziende di ottenere capitali in modo più efficiente rispetto al credito bancario tradizionale. A differenza del caso Viveracqua, orientato esclusivamente a investitori istituzionali, la piattaforma ItaliaBond si rivolge in primo luogo al mercato retail, ovvero ai risparmiatori individuali italiani (e in prospettiva europei) interessati a investire in minibond. L'innovatività di ItaliaBond sta proprio nell'aprire l'accesso a questi strumenti di debito aziendale anche a investitori non professionali, superando la tradizionale riserva agli operatori qualificati<sup>233</sup>. In base al quadro normativo europeo sul *crowdfunding*, infatti, anche i clienti non professionali possono investire, purché la piattaforma rispetti stringenti obblighi

---

<sup>229</sup> Italia Capitalis S.r.l., Come funziona la sottoscrizione dei minibond su ItaliaBond.it, 2024.

<sup>230</sup> European Securities and Markets Authority (ESMA), Investor protection under ECSP Regulation, Report, 2021.

<sup>231</sup> Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), Recepimento Regolamento (UE) 2020/1503 e nuove soglie per minibond, Comunicato, 2022.

<sup>232</sup> Italia Capitalis S.r.l., Business Plan ItaliaBond.it 2025-2027.

<sup>233</sup> Italia Capitalis S.r.l., Guida per investitori retail su ItaliaBond.it, 2024.

informativi e limiti di investimento a tutela dei soggetti meno esperti<sup>234</sup>. ItaliaBond dichiara di voler coinvolgere sia investitori “sostanziosi” sia “non sostanziosi” all’interno del segmento retail. In pratica, ciò significa che sul portale possono registrarsi piccoli risparmiatori, famiglie, *high-net-worth individuals*, *club deal* di investitori privati, oltre eventualmente a investitori professionali su richiesta (individui o entità che, pur non rientrando tra i professionali di diritto, chiedano di essere trattati come tali data la loro esperienza). La presenza di investitori retail implica che l’importo minimo di sottoscrizione dei minibond sia tendenzialmente basso (dell’ordine di poche centinaia di euro), per consentire ampia partecipazione e diversificazione. Questa è una differenza significativa rispetto ai mercati tradizionali dei minibond (ExtraMOT Pro, MARF spagnolo, ecc.), dove il taglio minimo è spesso €100.000 riservato a investitori istituzionali. ItaliaBond, seguendo modelli esteri come l’ORB di Londra o *Alternext* in Francia, punta quindi a democratizzare l’investimento obbligazionario delle PMI, riducendone la soglia di accesso. Oltre ai retail, la piattaforma ammette ovviamente anche gli investitori professionali di diritto<sup>235</sup> (fondi di investimento, banche, assicurazioni, SIM, società finanziarie) e i clienti professionali su richiesta<sup>236</sup>. Questi soggetti potrebbero utilizzare ItaliaBond per trovare opportunità di investimento in PMI non quotate, allocando parte del proprio portafoglio a strumenti di *private debt* con rendimenti tipicamente più elevati dei bond corporate tradizionali. La compresenza di investitori istituzionali e retail può portare benefici reciproci: la domanda dei professionali potrebbe aumentare la credibilità delle offerte e saturare più rapidamente le emissioni, mentre la partecipazione diffusa dei retail offre visibilità alle aziende emittenti e, in caso di forte adesione, segnali di fiducia dal pubblico. Va notato che, in base alla normativa, gli investitori retail dovranno superare un test di appropriatezza e un *simulation test* (una simulazione di perdita) prima di poter investire liberamente, e sono soggetti a limiti quantitativi se non dichiarano patrimonio o redditi elevati, in modo da evitare eccessive esposizioni di singoli risparmiatori. ItaliaBond mette a disposizione *tool* educativi e informative dettagliate per favorire scelte consapevoli da parte dei non addetti ai lavori. In definitiva, le categorie di investitori coinvolte su ItaliaBond spaziano dai piccoli risparmiatori ai grandi investitori istituzionali, con un focus inedito sul pubblico retail generalista. Questa platea ampia è coerente con la volontà di canalizzare il risparmio privato verso l’economia reale, in un Paese come l’Italia caratterizzato da alta ricchezza finanziaria delle famiglie ma anche da PMI spesso sottocapitalizzate<sup>237</sup>. Il successo dell’iniziativa dipenderà molto dalla capacità di attrarre una

---

<sup>234</sup> European Securities and Markets Authority (ESMA), ECSP Regulation – Investor protection rules, Technical standards, 2021.

<sup>235</sup> Direttiva 2014/65/UE (MiFID II), art. 4 in G.U.U.E. L 173 del 12 giugno 2014.

<sup>236</sup> CONSOB, Regolamento Intermediari, All. 3, categorie di investitori professionali, 2018.

<sup>237</sup> Banca d’Italia, Relazione annuale 2022, sezione “Il risparmio delle famiglie italiane”.

“community” di investitori fidelizzati sulla piattaforma, costruendo fiducia attorno al nuovo strumento del minibond online. Essendo un progetto partito operativamente solo nel 2025, ItaliaBond.it non dispone ancora di un ampio storico di risultati. Al giorno d’oggi, la piattaforma ha appena ottenuto le necessarie autorizzazioni e sta preparandosi al lancio delle prime offerte di minibond<sup>238</sup>. Il CEO Giuseppe Conte (omonimo del noto ex premier, ma imprenditore nel settore diamanti) ha dichiarato di aver già riscontrato interesse da parte di alcune imprese e investitori per l’avvio di progetti sulla piattaforma. Tuttavia, non risultano ancora dati pubblici su emissioni effettivamente completate o volumi raccolti. L’efficacia dell’iniziativa andrà dunque valutata nei prossimi mesi/anni in base a quanti minibond verranno collocati e con quale tasso di successo. Un indicatore chiave sarà il numero di PMI che decideranno di utilizzare ItaliaBond come alternativa al credito bancario o ad altri canali: la piattaforma punta sulle eccellenze del *Made in Italy* in vari settori (agroalimentare, moda, design, ecc.), cercando di convincere imprese con progetti di crescita ad aprirsi al mercato dei capitali diretto. Dal lato investitori, l’efficacia si misurerà con la dimensione della community: quante migliaia di utenti registrati parteciperanno alle offerte e quale sarà il tasso di sottoscrizione dei bond proposti. In un mercato come quello italiano, dove il *crowdfunding equity* ha già coinvolto decine di migliaia di investitori, c’è potenzialmente spazio perché un segmento di risparmiatori sposti interesse anche verso i minibond<sup>239</sup>. Un punto di forza di ItaliaBond è l’essere la prima *mover* focalizzata sui minibond retail: ciò le conferisce visibilità mediatica e possibilità di attrarre inizialmente molti curiosi. Inoltre, la presenza di una solida infrastruttura tecnologica proprietaria e di un team con competenze finanziarie e legali, dovrebbe garantire professionalità nel vaglio dei progetti e nella gestione del portale. Vi sono però anche diverse criticità che potrebbero emergere. Un primo nodo è la fiducia del pubblico: convincere i piccoli risparmiatori a investire in obbligazioni di PMI non quotate, tipicamente percepite come rischiose e poco liquide, non sarà immediato. La cultura finanziaria media in Italia è relativamente bassa e molti preferiscono strumenti tradizionali (titoli di Stato, depositi, fondi) a fronte di rendimenti certi. ItaliaBond dovrà dunque investire in educazione finanziaria e comunicazione trasparente per spiegare opportunità e rischi dei minibond<sup>240</sup>. Legata a ciò è la questione delle insolvenze: se uno dei primi minibond offerti dovesse incorrere in default o ritardi nei pagamenti, la reputazione della piattaforma e l’interesse degli investitori retail potrebbero subire un duro colpo<sup>241</sup>. L’esperienza internazionale insegna cautela: nel Regno Unito, ad esempio, alcuni minibond venduti

---

<sup>238</sup> Italia Capitalis S.r.l., Comunicato stampa di autorizzazione Consob per ItaliaBond.it, 2025.

<sup>239</sup> Italia Capitalis S.r.l., Dati di preregistrazione investitori su ItaliaBond.it, Report interno, 2025.

<sup>240</sup> Unioncamere, Educazione finanziaria e strumenti di debito alternativi per le PMI, 2023,

<sup>241</sup> Financial Conduct Authority, *Mini-bonds review and retail investor protection measures*, 2020

a investitori retail al di fuori di mercati regolamentati si sono rivelati insostenibili, portando a perdite e all'intervento restrittivo delle autorità di vigilanza. Per mitigare questo rischio, ItaliaBond dovrà selezionare emittenti con buone prospettive e stabilire meccanismi di controllo e trasparenza rigorosi. Un altro profilo critico riguarda la scala delle operazioni: il *London Stock Exchange* rilevava che, sul suo *Order Book for Retail Bonds*, le emissioni sotto 20 milioni di sterline non erano efficienti per gli emittenti per via dei costi fissi e della limitata liquidità. ItaliaBond, operando su taglie più piccole (1-5 milioni €), dovrà dimostrare che la riduzione dei costi tramite digitalizzazione rende sostenibile anche collocamenti di piccola entità<sup>242</sup>. Sul fronte imprese, potrebbe emergere una certa ritrosia delle PMI ad aprirsi a investitori esterni: emettere un minibond comporta discipline e obblighi informativi più stringenti rispetto a ottenere un prestito bancario (si pensi alla pubblicazione di dati finanziari, covenant da rispettare, ecc.). Non tutte le PMI potrebbero essere disposte a sottoporsi a questo grado di trasparenza o a potenziali vincoli sugli atti di gestione imposti dagli obbligazionisti<sup>243</sup>. Inoltre, le imprese devono avere dimensioni e solidità minime per reggere un debito obbligazionario: micro-imprese o aziende troppo fragili finanziariamente saranno escluse, riducendo la platea di potenziali emittenti. In termini di numeri, dunque, una criticità è se vi sarà sufficiente *deal flow* (flusso di offerte) per mantenere vivo l'interesse degli investitori: la piattaforma dovrà attivarsi commercialmente per reclutare PMI candidate e magari collaborare con associazioni di categoria, distretti industriali, o con iniziative pubbliche per alimentare il portafoglio di emissioni. C'è poi la sfida della concorrenza: benché ItaliaBond sia una delle prime piattaforme specializzate, altri operatori fintech potrebbero entrare nel mercato del debito online. Ad esempio, alcuni portali di *equity crowdfunding* potrebbero aggiungere minibond alla propria offerta, oppure intermediari tradizionali (banche, SIM) potrebbero lanciare piattaforme analoghe. Anche le banche stesse, sentendosi disintermedate, potrebbero reagire offrendo condizioni creditizie più vantaggiose alle PMI per trattenerle dal rivolgersi al mercato dei minibond. Da un punto di vista normativo, va considerato che la soglia di €5 milioni limita l'iniziativa a piccole emissioni: se un'azienda volesse raccogliere importi superiori, dovrebbe affrontare un prospetto o rivolgersi a investitori professionali al di fuori del portale. Ciò significa che ItaliaBond copre una nicchia ben definita (minibond “*crowd*” di piccolo taglio) e il suo impatto sistemico sul mercato dei capitali dipenderà dall'eventuale innalzamento di tali soglie in futuro. In conclusione, ItaliaBond rappresenta un esperimento promettente di fintech applicata al funding delle PMI, con potenziali vantaggi in termini di accessibilità, efficienza e disintermediazione. I suoi successi si misureranno in quanti

---

<sup>242</sup> Borsa Italiana – Euronext, Mercato ExtraMOT PRO e prospettive di un segmento retail, 2022.

<sup>243</sup> Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, 2023, sezione “Trasparenza delle PMI emittenti minibond”.

progetti riuscirà a finanziare e con quale qualità di portafoglio (tasso di default contenuto). Al contempo, il progetto dovrà superare diverse sfide: costruire fiducia tra i risparmiatori, garantire una *pipeline* costante di buone emissioni, e operare con prudenza per evitare incidenti che possano minarne la credibilità. Se avrà esito positivo, potrà diventare un modello replicabile anche da altri attori e contribuire alla creazione di un vero mercato retail dei minibond in Italia, oggi praticamente mancante.

### *3. Prospettive di riforma e proposte di miglioramento*

I casi analizzati evidenziano come in Italia si stia cercando di ampliare le possibilità di finanziamento tramite debito per società non quotate, incluse le S.r.l. Tradizionalmente, il nostro ordinamento limitava fortemente la capacità delle S.r.l. di emettere obbligazioni (titoli di debito): questa facoltà doveva essere espressamente prevista nell'atto costitutivo e, soprattutto, la legge imponeva rigidi vincoli di tutela per evitare che i titoli finissero in mano a risparmiatori non qualificati. In particolare, l'art. 2483 c.c. stabiliva che i titoli di debito di S.r.l. potessero essere sottoscritti solo da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale (banche, assicurazioni, SGR, etc.) e che, qualora in seguito tali titoli fossero trasferiti a soggetti non professionali, l'investitore professionale cedente rispondesse in solido della solvibilità della società emittente verso l'acquirente. Questa previsione di responsabilità illimitata per il sottoscrittore professionale fungeva da potente deterrente: in pratica, una banca o fondo che avesse sottoscritto un bond S.r.l. sarebbe stato molto cauto nel rivenderlo a terzi non qualificati, perché ne avrebbe dovuto garantire il rimborso in caso di default della S.r.l. emittente. Tali restrizioni hanno di fatto circoscritto l'uso dei titoli di debito nelle S.r.l. al solo circuito degli investitori istituzionali, con scarso sviluppo di un mercato aperto. Negli ultimi anni, tuttavia, il legislatore italiano ha avviato una liberalizzazione graduale di questo regime, per favorire l'accesso delle S.r.l. al mercato dei capitali di debito. Già con i decreti "Crescita" del 2012-2013 (c.d. provvedimenti sui minibond) erano state eliminate alcune barriere: ad esempio, per le società non quotate sono state introdotte agevolazioni fiscali (interessi deducibili integralmente, esenzione da ritenuta per investitori esteri su obbligazioni quotate) e si è consentito anche alle S.r.l. di emettere titoli di debito pur non avendo garanzie reali, purché sottoscritti da investitori qualificati. Rimaneva però in vigore la clausola di responsabilità del sottoscrittore professionale prevista dal 2° comma dell'art.2483 c.c., che rappresentava un *unicum* italiano, assente in altri ordinamenti europei. Nel 2023 il Governo italiano ha presentato un disegno di legge noto come "DDL Capitali" (divenuto legge nel marzo 2024), proprio con

l'obiettivo di agevolare la raccolta di capitali da parte di S.p.A. e S.r.l. non quotate. Questa riforma, chiamata anche Legge Capitali, ha apportato modifiche sostanziali alla disciplina delle emissioni obbligazionarie. In particolare, per quanto riguarda le S.r.l., la legge ha derogato alla suddetta norma di responsabilità: se l'emissione di titoli di debito è riservata esclusivamente a investitori professionali e tale destinazione è prevista incondizionatamente nelle condizioni del prestito, non si applica più l'obbligo di garanzia della solvibilità a carico del sottoscrittore. In altri termini, una S.r.l. può emettere un bond destinato solo a investitori professionali (anche non vigilati) senza che questi ultimi debbano farsi garanti verso eventuali acquirenti successivi non professionali. Si elimina così la necessità di "interposizione" di un investitore vigilato come garante e la relativa paura di responsabilità illimitata, purché la platea dei sottoscrittori resti confinata ai professionali. Contestualmente, la riforma ha chiarito che la definizione di investitore professionale in questo contesto include tutti i soggetti indicati dalla normativa finanziaria (MIFID), dunque non solo banche, assicurazioni e simili vigilati, ma anche clienti professionali su richiesta e grandi imprese qualificabili come tali. Si amplia quindi la platea di potenziali sottoscrittori consentiti per i titoli di S.r.l., allineandola a quella usuale di qualunque offerta riservata a investitori professionali. Questa semplificazione normativa è un passo importante: rimuove un onere oneroso che rendeva il costo della provvista via bond più alto (il professionale poteva chiedere un premio per accollarsi la garanzia) e di fatto disincentivava tali operazioni. Ora le S.r.l. possono emettere titoli di debito rivolgendosi direttamente a investitori professionali senza limiti quantitativi (anche qui, il DDL Capitali ha allentato per le S.p.A. il limite di importo emesso rispetto al capitale sociale, estendendo esenzioni se i bond sono destinati a professionali quotati). Restano però alcune aree dove ulteriori riforme potrebbero semplificare e incentivare l'emissione di debito per le S.r.l.:

- Procedura statutaria e deliberativa: l'art.2483 c.c. richiede che la possibilità di emettere titoli sia prevista dallo statuto e che l'assemblea (o i soci) deliberi in merito. Sarebbe utile standardizzare e semplificare questa previsione, magari rendendo di default la facoltà di emissione per tutte le S.r.l. PMI, senza dover modificare gli statuti esistenti. Inoltre, si potrebbe consentire di delegare al CdA l'emissione entro certi limiti, simile a quanto avviene per le S.p.A., per reagire più rapidamente alle opportunità di mercato.
- Informativa e trasparenza: per tutelare gli investitori, le S.r.l. emittenti di bond dovrebbero adottare standard informativi simili a quelli delle società quotate (bilanci certificati, reporting periodico). Una riforma potrebbe incentivare questo aspetto prevedendo, ad esempio, l'obbligo di revisione legale dei conti per le S.r.l. che emettono titoli di debito (se

non già previsto) e l'adesione a codici di trasparenza. Ciò aumenterebbe la fiducia del mercato nelle emissioni delle S.r.l., riducendo il rischio percepito.

- Regime fiscale premiante: sul fronte fiscale, si potrebbe estendere e potenziare le agevolazioni. Attualmente i minibond godono di interessi deducibili e *no withholding tax* per investitori esteri su titoli quotati; si potrebbe introdurre una detassazione parziale degli interessi per investitori persone fisiche residenti che sottoscrivono titoli di PMI (sul modello dei PIR – Piani Individuali di Risparmio). Ad esempio, rendere esenti da imposta sui redditi (26%) le cedole dei minibond di PMI detenuti per almeno 5 anni in un PIR dedicato, oppure un credito d'imposta per chi investe in tali strumenti. La Francia, ad esempio, aveva previsto vantaggi fiscali per i sottoscrittori retail dei minibond, contribuendo a stimolare la domanda.
- Garanzie pubbliche e fondi di sostegno: un ulteriore incentivo potrebbe venire dall'estensione delle garanzie pubbliche (come il Fondo di Garanzia PMI) alle emissioni obbligazionarie. Attualmente il Fondo garantisce soprattutto prestiti bancari; potrebbe valutarsi una riserva di garanzia anche per i minibond, coprendo una percentuale dell'importo in caso di default dell'emittente. Ciò ridurrebbe il rischio per gli investitori e quindi il tasso d'interesse richiesto, rendendo l'emissione più conveniente per l'azienda. Analogamente, CDP e le Regioni potrebbero lanciare fondi di co-investimento o programmi di Anchor Investor per minibond di S.r.l.: ad esempio, CDP potrebbe impegnarsi a sottoscrivere fino al 30-50% di ogni emissione che risponda a certi criteri (settore strategico, impatto territoriale, rating minimo), lasciando il resto al mercato. Questo approccio “*blended*” pubblico-privato è stato efficace nel caso Viveracqua e in vari basket bond regionali in Italia, in cui CDP e banche locali hanno garantito una quota dei collocamenti.
- Mercati secondari e liquidità: Per incentivare gli investimenti, occorre offrire anche prospettive di liquidità. Oltre al circuito chiuso dei portali crowdfunding (dove, comunque, gli investitori possono rivendere i titoli ad altri utenti), si potrebbe pensare a un MTF dedicato ai minibond retail dove quotare le emissioni una volta collocate. Una sorta di segmento retail sul modello dell'ORB, con tagli minimi ridotti (€1.000 o €100) e con requisiti informativi semplificati. Borsa Italiana (Euronext) potrebbe valutare la creazione di un segmento ad hoc per minibond PMI aperto anche al retail, affiancando l'attuale ExtraMOT PRO (che invece è riservato ai soli qualificati). La quotazione migliorerebbe la trasparenza del prezzo e darebbe agli investitori l'opportunità di disinvestire prima della scadenza se necessario.

In sintesi, le proposte ruotano attorno a due assi: semplificazione normativa/procedurale (rimozione di vincoli inutili, standardizzazione di regole di emissione, facilitazioni di processo) e incentivi economici/fiscali (garanzie, co-investimenti pubblici, vantaggi tributari) per rendere appetibile sia emettere che sottoscrivere titoli di debito di S.r.l. Il tutto mantenendo un adeguato livello di tutela per gli investitori non professionali: il legislatore ha giustamente mantenuto il divieto di circolazione libera dei bond verso il pubblico retail se non tramite piattaforme autorizzate. Le riforme dovrebbero quindi accompagnarsi allo sviluppo di strumenti come ItaliaBond, che canalizzino in modo regolamentato l'incontro fra S.r.l. e risparmio privato.

## CONCLUSIONE

L'analisi dimostra che l'apertura delle società a responsabilità limitata ai titoli di debito e agli strumenti di *crowdfunding* rappresenta una trasformazione decisiva per il finanziamento delle PMI italiane, ma non priva di vincoli: l'art. 2483 c.c. impone ancora che i titoli siano sottoscritti solo da investitori professionali vigilati, con obblighi di garanzia per chi li trasferisce, sebbene la Legge Capitali 2024 abbia attenuato questa regola riservando le emissioni esclusivamente a investitori professionali senza interposizioni.

La Legge di bilancio 2019 ha permesso ai portali di *crowdfunding* di collocare minibond presso investitori qualificati, aprendo la strada a piattaforme come ExtraMOT PRO, che dal 2019 accoglie emissioni di società non quotate fino a 50 milioni di euro, e a nuove realtà come ItaliaBond, autorizzata nel 2025 a collocare minibond per un massimo di 5 milioni per emittente.

A livello europeo, il Regolamento (UE) 2020/1503 ha introdotto un passaporto unico e requisiti uniformi su trasparenza e tutela degli investitori, consentendo la raccolta di capitali di rischio e di debito anche per imprese non PMI.

In questo quadro, casi come il progetto Viveracqua Hydrobond, che ha mobilitato centinaia di milioni di euro per infrastrutture idriche, dimostrano il potenziale delle innovazioni per finanziare programmi pubblici e privati; ciò nonostante, le complessità procedurali, la mancanza di un mercato secondario efficiente e l'esigenza di conciliare la disciplina nazionale con quella europea impongono ulteriori interventi legislativi e una maggiore educazione finanziaria, affinché i titoli di debito diventino un canale stabile e sicuro di crescita per il tessuto imprenditoriale italiano.

## BIBLIOGRAFIA

- A. BUSANI, *Crowdfunding e obbligazioni nelle PMI: limiti e prospettive*, in *Corriere Giuridico*, 2019;
- A. BUSANI, *Crowdfunding e S.r.l.: informativa e statuto tra diritto societario e disciplina finanziaria*, in *Corr. Giur.*, 2019;
- A. MAFFEI ALBERTI, *Le obbligazioni nelle società di capitali*, in *Trattato delle società*, diretto da G. Cottino, vol. III, tomo II, Cedam, 2004;
- A. RAFFAELLI, *Il mercato ExtraMOT Pro: struttura, funzionamento e prospettive*, in *Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze*, 2014;
- A. ROSSI, in *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, in *Rivista delle società*, 2005;
- BANCA D'ITALIA, *Segnalazioni statistiche sulle emissioni obbligazionarie delle PMI*, 2022;
- BORSA ITALIANA, *ExtraMOT - Regolamento del mercato e Regole di Ammissione*, 2024;
- BORSA ITALIANA, *Guida alla quotazione su ExtraMOT Pro*, ed. 2024
- C. RABITTI BEDOGNI, *Dal portale nazionale all'ECSP: il crowdfunding entra nel TUF*, in *Rivista di Dir. Bancario*, 2024;
- COMMISSIONE EUROPEA, *Annual Report on European SMEs*, Bruxelles, 2023;
- COMMISSIONE EUROPEA, *Capital Markets Union Action Plan*, Bruxelles, 2020;
- Consiglio Nazionale del Notariato, *L'accesso delle S.r.l. al crowdfunding: profili statutari e contrattuali*, Studio n. 12-2020/I;
- Consiglio Nazionale del Notariato, *Titoli di debito delle S.r.l. e riforma del 2003*, Studio 5957/I/2005;
- CONSOB, *Delibera n. 20264/2018*, in *G.U.* n. 24 del 30 gennaio 2018;
- CONSOB, *Obblighi informativi su MTF e mercati non regolamentati*, 2023;
- CONSOB, *Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.*;
- CONSOB, *Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013*, pubblicato in *G.U.* n. 178 del 31 luglio 2013;
- CONSOB, *Relazione annuale sul mercato ExtraMOT*, 2023;

- E. GUALANDRI – S. VENTURELLI, *Finanza innovativa per le PMI: modelli e strumenti*, Milano, Egea, 2018;
- E. GUALANDRI – V. VENTURELLI, *Mini-bond e PMI: mercato ExtraMOT e profili regolamentari*, in *Banca Impresa Società*, 2015;
- E. MACCHIAVELLO, *La regolazione del crowdfunding in Italia dopo l'adeguamento al Regolamento UE n. 2020/1503*, in *Rivista di Dir. Bancario*, Anno 2024;
- ESMA, *Guidelines on disclosure for corporate bond markets*, 2021;
- ESMA, *Guidelines on MiFID classification of professional clients*, 2020;
- F. ACCETTELLA – N. CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. comm.*;
- F. BONELLI, *I titoli di debito delle S.r.l.: strumenti finanziari e tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2005;
- F. DI CIOMMO, *Il diritto delle imprese innovative tra diritto societario e diritto del mercato*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2020;
- F. GALGANO, *Diritto commerciale*, Cedam, 2021;
- F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2023;
- F. GHEZZI, *Le obbligazioni nelle società di capitali*, Giappichelli, 2017;
- G. FAUCEGLIA, *Crowdfunding e diritto societario: tra rigidità interne e apertura ai mercati*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2019;
- G. FAUCEGLIA, *I titoli di debito delle S.r.l.*, in *Le nuove S.r.l. dopo la riforma del diritto societario*, Milano, 2004;
- G. GASPARRI, *L'accesso al mercato delle piattaforme di crowdfunding: profili procedurali*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022;
- G. GUERRERA, *La "scheda informativa" nel crowdfunding: un nuovo prospetto light*, in *Le Società*, 2022;
- G. MARASÀ, *I titoli di debito delle S.r.l. tra normativa codicistica e mercati finanziari*, in *Riv. Soc.*, 2016;
- G. NICCOLINI, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato delle società*, Milano, 2004;
- G. OLIVIERI, *I minibond e il crowdfunding come strumenti di finanziamento delle PMI*, in *Le Società*, 2018;

- G. RUTA, *Il nuovo Regolamento Consob sul crowdfunding: continuità e innovazione*, in *Le Società*, 2023;
- G. ZANARONE, *I titoli di debito delle S.r.l.*, in *Studi e Materiali*, 2005;
- G. ZANARONE, *Le obbligazioni nelle società di capitali*, in *Trattato delle società*, vol. 3, UTET, 2004;
- G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, vol. 2, Torino, 2021;
- ISTAT, *Struttura e dimensione delle imprese*, Rapporto 2023;
- M. C. MONTALENTI, *Fintech e conflitti di interesse: il caso delle piattaforme di crowdfunding*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2021;
- M. CIAN, *Le società. S.r.l. e cooperative*, in *Trattato di diritto privato*, Giuffrè, Milano, 2015;
- M. DE MARI, *Equity crowdfunding: PMI non quotate e mercati secondari, una lacuna da colmare ?*, in *Orizzonti del Dir. Comm.*, 2019;
- M. FERRETTI, *Il costo del debito nelle PMI italiane*, in *Rivista Bancaria*, 2023;
- M. MAUGERI, *La disciplina europea sul crowdfunding e il recepimento in Italia*, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, 2021;
- M. NOTARI, *Finanziamenti e responsabilità nelle S.r.l.*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2006;
- M. STELLA RICHTER JR., *Le S.r.l. tra rigidità e contrattualizzazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2015;
- M. STELLA RICHTER JR., *Strumenti finanziari partecipativi e capitale sociale: nuove prospettive nella S.r.l.*, in *Società*, 2018;
- N. DE LUCA – S. L. FURNARI – A. GENTILE, *Equity Crowdfunding*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche – Sez. commerciale*, UTET, Torino, 2017;
- OSSERVATORIO MINIBOND, *Politecnico di Milano*, Rapporto 2024;
- P. MONTALENTI – M. NOTARI, *Il nuovo diritto delle società*, Giuffrè, 2004;
- S. FORTUNATO, *Il finanziamento delle S.r.l. tramite titoli di debito: vincoli e prospettive*, in *Contratto e Impresa*, 2020;
- U. MALVAGNA, *La gestione delle somme nel crowdfunding: profili civilistici e regolamentari*, in *Giur. comm.*, 2015;

V. F. PRENESTINI, *L'adeguamento della disciplina italiana al Regolamento (UE) 2020/1503*, in *Riv. delle società*, 2023;

V. LEMMI, *La disciplina dei titoli di debito delle S.r.l. nel sistema italiano*, in *Diritto e Processo*, 2019;

V. P. GIUDICI, *Crowdfunding e fiducia: il ruolo della regolazione europea*, in *Riv. delle società*, 2021;