

Fondazione
Nazionale dei
Commercialisti

**IL CROWDFUNDING:
QUADRO NORMATIVO,
ASPETTI OPERATIVI E
OPPORTUNITÀ**

Documento del 31 luglio 2015

F

N

C

ABSTRACT

Il crowdfunding, nella sua impostazione originaria, rappresenta un metodo innovativo di finanziamento, generalmente utilizzato per nuove iniziative imprenditoriali, culturali, sociali o appartenenti al campo del no-profit.

Ancorché, negli ultimi anni, gli importi movimentati stiano raggiungendo livelli estremamente significativi, permangono numerosi aspetti di incertezza o di scarsa conoscenza, legati alle implicazioni pratiche, alle azioni operative, alla modalità in cui le imprese si approvvigionano di risorse finanziarie, alle dinamiche a lungo termine successive alla raccolta dei fondi, e così via.

Scopo del presente documento è fare luce sulle caratteristiche di un innovativo strumento di finanziamento per le imprese, analizzandone le principali caratteristiche tecniche ed esaminando il quadro normativo di riferimento, partendo dalle modifiche introdotte dal D.L. 179/2012 all'interno del nostro ordinamento.

CROWDFUNDING: LEGAL FRAMEWORK, OPERATIONAL ASPECTS AND OPPORTUNITIES*

ABSTRACT

Crowdfunding, in its original form, represents an innovative method of obtaining financing and is generally employed for new entrepreneurial cultural, social and non-profit initiatives.

Despite the fact that in the last few years the figures obtained with this form of financing have reached very significant levels, there are still several aspects shrouded in uncertainty or of which there is little knowledge, relating linked; to practical implications, operational activities, the ways in which companies obtain financial resources, long term dynamics following the collection of funds, and so on.

The aim of the present document is to cast light on the characteristics of this innovative financing tool for business, analysing the principal technical aspects, and examining the surrounding legal context starting with the modifications introduced made by D.L. 179/2012 in our jurisdiction.

* Traduzione a cura dell'Ufficio traduzioni CNDCEC

Sommario: PARTE PRIMA – INQUADRAMENTO GENERALE 1. Il *crowdfunding*: definizione e tipologie. – 2. Il *crowdfunding* nell'esperienza internazionale: storia, statistiche e quadri normativi. – PARTE SECONDA – IL CONTESTO ITALIANO 1. Il *crowdfunding* in Italia: stato dell'arte e orientamento normativo. – 2. Destinatari e beneficiari: il "Decreto Crescita bis" e il "Decreto Crescita 3.0". – 3. Le modifiche normative in materia di raccolta di capitali. – 4. Caratteristiche e vincoli delle operazioni di *crowdfunding*. – 4.1. Le modalità di offerta. – 4.2. Diritti del sottoscrittore e vicende societarie. – 5. I gestori dei portali: caratteristiche, requisiti e obblighi informativi. – 5.1. I requisiti dei gestori a richiesta. – 5.2. Gli obblighi informativi. – 6. I rischi per investitori ed emittenti. – 7. Conclusioni: criticità e sviluppi futuri.

PARTE PRIMA – INQUADRAMENTO GENERALE

1. Il *crowdfunding*: definizione e tipologie

Dal punto di vista concettuale e terminologico, il *crowdfunding* indica generalmente il finanziamento di progetti da parte di un ampio numero di investitori (“*crowd*” - folla), tramite elargizioni in denaro (“*funding*”) effettuate attraverso internet. Invero, l’espressione rappresenta una realtà in costante espansione, costituita da processi collaborativi in cui investitori non professionali (c.d. *crowdfunders*) si impegnano nel sostenere gli sforzi di persone e organizzazioni dotate di un elevato potenziale creativo, ma prive dei fondi necessari alla realizzazione delle loro idee. In altri termini, secondo alcuni spunti dottrinari, si tratterebbe di uno strumento che dà vita a una sorta di “democratizzazione della finanza”, che consente agli artefici di un progetto di sponsorizzarsi *online*, attraverso nuove risorse che implementano la capacità di generare ricchezza a sostegno delle iniziative più meritevoli¹.

Gli elementi che differenziano tale fenomeno dai canali tradizionali (es.: *venture capital* e *business angels*) possono essere individuati da un lato nella prevalente partecipazione di investitori non professionali e, dall’altro, nel mezzo scelto, ossia il ricorso a piattaforme on-line in cui si verifica l’incontro tra la domanda e l’offerta.

Le operazioni si svolgono, dunque, interamente on-line: l’ideatore pubblica sul sito web della piattaforma (*infra*) il suo progetto, segnalando la somma che ritiene necessaria per la relativa realizzazione e l’eventuale remunerazione, peraltro non necessariamente di tipo pecuniario, che intende riconoscere ai sottoscrittori². Per ciò che concerne gli aspetti prettamente operativi, lo strumento in questione può essere applicato sulla base di differenti approcci, che possono essere ricondotti alle seguenti tipologie di *crowdfunding*³:

1. ***Equity Based***: gli investitori, in cambio del proprio apporto di risorse finanziarie, ricevono una quota nel capitale dell’impresa. Quella del finanziamento azionario è una pratica ben radicata e in tale direzione il private *equity*, il *venture capital* e gli investitori informali (*angels*) svolgono da tempo un ruolo importante nello sviluppo delle imprese. La principale differenza tra l’*equity crowdfunding* e questi modelli tradizionali è l’apertura a un’ampia gamma di investitori potenziali, alcuni dei quali potrebbero essere anche attuali o futuri clienti. Le principali caratteristiche ed

¹ Cfr. U. Piattelli, *Il crowdfunding in Italia*, Giappichelli, Torino, 2013; V. Manzi, "Il fenomeno del *crowdfunding* e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali", in AA.VV., *I contratti dei risparmiatori*, a cura di F. Capriglione, Giuffrè, Milano, 2013.

² Generalmente può essere effettuata una distinzione tra due modalità di finanziamento: “ex ante *crowdfunding*” (il plafond risulta ancora da raggiungere) ed “ex post facto *crowdfunding*” (nell’ipotesi in cui il finanziamento viene concesso a fronte di un prodotto già realizzato); in quest’ultimo caso i finanziatori vedranno riconoscersi una partecipazione agli utili che conseguiranno alla vendita dell’opera. Sul punto, A. Bollettinari, "Il *crowdfunding*: la raccolta del capitale tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recente legislazione", *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 2/2013.

³ Cfr. A. Schwiendbacher, Larralde, B., (2010) “Crowdfunding of small entrepreneurial ventures”; SSRN Electronic Journal. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1699183. Si veda anche *Consultation document. Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU action*, European Commission, October 2013.

esigenze connesse a questa tipologia di *crowdfunding* possono essere sintetizzate come segue:

- è necessario stabilire in maniera adeguata i termini dell'operazione, definendo la quota di capitale che si intende vendere, definendo il prezzo e le modalità per ricompensare gli investitori.
 - I costi da sostenere per lanciare un finanziamento azionario attraverso la piattaforma di *crowdfunding* sono di solito rappresentati da una commissione di successo (*success fee*) e dai costi legali o amministrativi legati all'iniziativa, oltre ad eventuali altri oneri per consulenza.
 - L'operazione consente di avere un gran numero di comproprietari invece di pochi grandi investitori con minori oneri dal punto di vista finanziario e organizzativo rispetto alla quotazione in borsa.
 - Pur trattandosi di una modalità semplificata di raccolta di capitali, è in ogni caso necessario dimostrare che l'impresa è matura per l'investimento programmato, attraverso la presentazione di un business plan (*infra*) e di proiezioni finanziarie.
 - I diritti degli investitori possono variare anche se, generalmente, i soci hanno il diritto di voto sugli aspetti principali della gestione aziendale, sull'emissione di nuove azioni o quote, ecc. In fase di pianificazione, è necessario effettuare accurate valutazioni in relazione alla porzione di controllo sull'impresa che l'imprenditore è disposto a cedere agli azionisti esterni (*infra*).
2. Donation Based: i sostenitori, in questa circostanza effettuano donazioni in maniera liberale, per portare avanti una causa considerata meritevole, senza ricevere una ricompensa o un bene di equivalente valore monetario.
3. Lending Based⁴: gli investitori sono ripagati del loro investimento nel tempo, con un margine di redditività rappresentato dagli interessi concordati in fase di apporto di risorse. Si tratta di un'alternativa al credito bancario con la differenza che, invece di prendere in prestito da un'unica fonte, le imprese possono ottenere risorse da decine, a volte centinaia di persone disposte a prestare denaro. In molti casi sono gli stessi investitori a lanciare offerte, segnalando il tasso d'interesse al quale sarebbero disposti a concedere un prestito. Rispetto al canale bancario tradizionale, il *crowdlending* presenta le seguenti peculiarità:
- incremento delle possibilità di accesso al credito *tout court*.
 - Maggiore flessibilità dei tassi d'interesse nel caso in cui la campagna goda di buona popolarità.
 - Poiché la soglia minima del prestito è generalmente bassa, l'operazione può avere *appeal* e spingere a partecipare un'ampia platea di soggetti.
 - Il prestito è rimborsato attraverso versamenti diretti alla piattaforma, che successivamente distribuisce i rimborsi ai prestatori.
4. Reward Based: si tratta di una modalità di sostegno connessa a una specifica ricompensa, che nella maggior parte dei casi è di tipo non finanziario, ma può essere

⁴ Tale formula è anche definita *debt crowdfunding*, *crowdlending*, o *peer-to-peer crowdfunding*.

rappresentata da beni o servizi di cui usufruire in una fase successiva⁵. Dal punto di vista strettamente gestionale, questa tipologia di *crowdfunding*, se ben strutturata, consente alle imprese di partire con ordinativi già in bilancio e con un flusso di cassa assicurato (elemento di grande rilevanza per le start-up), oltre a creare un pubblico e contattare un potenziale mercato di riferimento prima ancora del lancio vero e proprio di un prodotto. Nella forma *reward-based*, dunque, i finanziamenti ricevuti non devono essere restituiti, ancorché sussista l'obbligo, in capo all'impresa, di fornire il servizio e/o le merci promessi: simili caratteristiche rendono tale strumento un'opzione molto gradita tra le startup e gli imprenditori, particolarmente adatta per veicolare prodotti e servizi innovativi o per stimolare la curiosità dei consumatori.

5. *pre-purchase model*: si tratta di un'evoluzione del modello *reward-based* e in un certo senso rappresenta un momento di transizione verso schemi partecipativi, particolarmente utilizzato da società di nuova costituzione. Tale tipologia di *crowdfunding* prevede che, al finanziatore, oltre a condizioni di vantaggio connesse alla fruizione dei servizi erogati dalla società o all'acquisto dei suoi prodotti, potrà essere attribuito un eventuale diritto di opzione all'acquisto di quote o azioni in un momento successivo.

Ancorché ai fini imprenditoriali e societari, sia il modello *equity-based* a rivestire il maggiore interesse, in base alla tipologia di attività, alla fase del ciclo di vita, alle necessità finanziarie e così via, le imprese potranno orientarsi verso le forme di *crowdfunding* più opportune e più convenienti dal punto di vista operativo, come sintetizzato nella tabella seguente.

	Equity <i>crowdfunding</i>	Rewards <i>crowdfunding</i>	Prestiti peer- to-peer
Pre-trading		√	
Pre-profit	√	√	
Impresa redditizia in espansione	√		√
Impresa matura in costante espansione	√		√
Impresa matura stabile	√		√
Lancio di nuovi prodotti/servizi/brand	√	√	√
Acquisizioni			√
Espansione in nuovi territori	√	√	√
Investimento in nuove strutture			√
Necessità di rifinanziamento	√		√
Necessità di ristrutturazione del capitale	√		√

Fonte: "Il crowdfunding. Cosa è. Una guida per le piccole e medie imprese" – Commissione Europea, 2015.

⁵ Si pensi a gadget, ticket omaggio, versioni limitate o in anteprima di opere dell'ingegno (libri, album musicali, ecc.).

2. Il *crowdfunding* nell'esperienza internazionale: storia, statistiche e quadri normativi

Il fenomeno in questione ha registrato un'iniziale diffusione prevalentemente nei paesi anglosassoni (specialmente Australia⁶ e Stati Uniti d'America), per poi diffondersi in maniera significativa anche in Europa e Asia, sotto varie forme.

Il primo progetto finanziato attraverso il *crowdfunding* va collocato cronologicamente nel 1997: al fine di supportare un gruppo musicale non in condizione di sostenere le spese connesse alla registrazione e diffusione di un nuovo album, i fan americani utilizzarono il web per raccogliere circa \$ 60.000. La band utilizzò tale modalità di raccolta fondi per finanziare la produzione dei successivi tre album.

Altri progetti seguirono a breve (nell'ambito del cinema, del giornalismo, ecc.) e nel 2001 comparve la prima delle piattaforme web specificamente dedicate al *crowdfunding*, che nel corso degli anni sono cresciute in maniera significativa, fino a diventare diverse centinaia su scala globale.

Un trend di crescita esponenziale è stato registrato anche per ciò che concerne i volumi di risorse finanziarie movimentate dai portali di *crowdfunding*. Dati raccolti su 1.250 piattaforme attive a livello mondiale⁷ indicano che il 2014 si è chiuso con una raccolta di circa 16,2 miliardi di dollari, con un incremento del 167% rispetto ai 6,1 miliardi del 2013, che a loro volta rappresentano un valore più che doppio rispetto ai 2,7 del 2012. La forte crescita del mercato asiatico porta a ritenere che il 2015 chiuderà probabilmente con un ulteriore raddoppio, che condurrà oltre la soglia dei 34 miliardi di dollari.

Per quanto riguarda la distribuzione geografica, il Nord America continua a detenere la leadership del mercato, seguita dall'Asia, che ha superato l'Europa per volumi raccolti, grazie alla straordinaria crescita fatta registrare nel 2014 rispetto all'anno precedente:

- Nord America: crescita del 145% (9,46 miliardi di dollari)
- Asia: incremento del 320% (3,4 miliardi di dollari)
- Europa: aumento del 141% (3,26 miliardi di dollari)
- Sud America, Oceania e Africa: crescita dei volumi, rispettivamente, del 167%, 59% e 101%.

In relazione alla tipologia di *crowdfunding*, i dati relativi al trend rispetto al 2013 e ai volumi raggiunti possono essere sintetizzati come segue:

- *Lending-based*: crescita del 223% (11,08 miliardi di dollari)
- *Equity-based*: incremento pari al 182% (1,1 miliardi)
- *Hybrid-based*: aumento del 290% (487 milioni)
- *Royalty-based*: sviluppo pari al 336% (273 milioni)
- *Donation e Reward-based*: crescita pari, rispettivamente, al 45% e all'84%.

⁶ In Australia, la Commissione ASIC (Australian Securities Investment Commission) ha anche elaborato un report in cui evidenzia i principali rischi correlati all'attività di raccolta di *equity crowdfunding*; diversamente, in Canada (in assenza di una legge e di una Autorità Federale) il tema è gestito dalle Autorità delle singole province.

⁷ Crowdfunding Industry Report 2015 - Massolution.

Il trend positivo, dunque, ha continuato ad essere trainato principalmente dal *crowdfunding* di tipo *lending-based*, ancorché il significativo incremento della modalità *equity-based* e la crescente adozione di nuovi modelli (ibridi e *royalty-based*) indichino che l’allocazione dei volumi tra i differenti modelli sarà distribuita in maniera più omogenea negli anni a venire. Dal punto di vista normativo, uno dei primi e più completi *framework* è quello elaborato dagli Stati Uniti: nel 2012, l’approvazione del *Jumpstart Our Business Startups* (“*Jobs Act*”) ha introdotto una particolare esenzione rispetto alle prescrizioni del *Securities Act* per l’autorizzazione all’esercizio dell’attività di intermediazione in materia di *crowdfunding* (c.d. “*crowdfunding exemption*”)⁸, demandando in ogni caso alla SEC⁹ l’attuazione delle norme primarie.

In ambito europeo, più che veri e propri quadri normativi esaurienti, soprattutto la fase iniziale di diffusione dello strumento ha visto principalmente l’esistenza di alcuni documenti pubblicati dalle Autorità di vigilanza del settore finanziario a fini illustrativi delle caratteristiche delle varie tipologie di *crowdfunding*, dei rischi per l’investitore e degli impianti legislativi vigenti nei quali il fenomeno può essere inquadrato giuridicamente. In Europa, quindi, i portali *on-line* operano secondo modalità differenti, seppure sotto l’egida delle Autorità nazionali e dell’ESMA¹⁰, che nel settembre del 2012 ha pubblicato una “Avvertenza per gli investitori” relativa alle “Insidie dell’investimento *on-line*”. La conseguenza della mancanza di una regolamentazione unica e armonizzata su base europea è stata una significativa eterogeneità dei modelli di business.

Per quanto riguarda i dati europei, una recente ricerca¹¹ ha rilevato che il mercato del *crowdfunding* vale complessivamente 3 miliardi di euro. Escludendo il Regno Unito, che da solo incide per il 75% degli importi totali, il resto d’Europa ha raccolto € 620 milioni nel 2014, con un tasso medio di crescita del 115% negli ultimi tre anni. Tra le varie tipologie, il credito al consumo *peer-to-peer* rappresenta il segmento più ampio, con € 274,62 milioni, mentre il *reward-based crowdfunding* si è attestato a quota € 120,33 m, seguito dal *lending peer-to-business* (€ 93,1 m) e dall’*equity crowdfunding* (€ 82,56 m).

⁸ Gli elementi principali della normativa statunitense possono essere sintetizzati come segue: (i) esenzione all’autorizzazione per l’esercizio di attività di intermediazione, a condizione che le attività di *crowdfunding* siano esercitate attraverso appositi portali (*funding portal*) registrati presso la (SEC); (ii) possibilità di raccogliere fino a un massimo di un milione di dollari annui nei confronti di soggetti privati, per i quali vigono alcuni limiti di investimenti, parametrati in base al proprio reddito: 2.000 dollari o il 5% se il reddito è inferiore ai 100.000 dollari annui o 10 % nel caso in cui il reddito sia superiore a questa soglia; (iii) tramite il portale dovranno essere effettuate attività di *investor education*, al fine di rendere edotto l’investitore rispetto ai rischi che si sta accollando.

⁹ “Securities and Exchange Commission”, organismo di controllo equivalente alla nostra Consob.

¹⁰ European Securities and Markets Authority.

¹¹ Cfr. R.Wardrop *et al.*, “Moving Mainstream. The European Alternative Finance Benchmarking Report”, University of Cambridge - Ernst & Young, Febbraio 2015.

PARTE SECONDA – IL CONTESTO ITALIANO

1. Il *crowdfunding* in Italia: stato dell'arte e orientamento normativo

L'Italia è stato il primo Paese europeo a essersi dotato di una normativa specifica e organica relativa all'*equity crowdfunding*, a seguito di un processo portato avanti in maniera collaborativa (“*open and collaborative legislation*”), in cui tutti gli *stakeholders* hanno avuto modo di fornire i propri commenti e il proprio contributo ai testi proposti in pubblica consultazione¹².

Giova sottolineare, a tal proposito, come tra le varie tipologie attuabili, sia proprio l'*equity crowdfunding* quella che maggiormente richiede una normativa specifica in quanto promuove offerte al pubblico che comportano l'acquisto di quote societarie, conducendo il risparmiatore ad effettuare investimenti illiquidi e, dunque, ad alto rischio (*infra*). Si tratta, in sostanza, di una sollecitazione al risparmio/investimento che ogni Paese gestisce in modo relativamente diverso e la cui regolamentazione incide in maniera significativa sul successo delle operazioni. L'adozione dell'impianto legislativo italiano si inserisce in un trend che, dal 2012 in poi, ha visto il legislatore sempre più sensibile ai temi delle start-up e del sostegno alla creazione d'impresa.

Secondo alcuni commenti di dottrina¹³, con la recente disciplina si è in realtà inteso regolamentare in modo puntuale un fenomeno già diffuso nella prassi e che peraltro non risultava espressamente vietato nell'ambito del nostro ordinamento scegliendo, tra i vari approcci possibili, la definizione di una disciplina puntuale e specifica, tra l'altro rivolta solo a determinate tipologie di imprese (*infra*).

Nel caso di specie, la criticità cui il quadro normativo vuole dare risposta è rappresentata dalla scarsità di canali per la raccolta di fondi da parte di soggetti imprenditoriali di nuova costituzione, caratterizzati dunque da un alto tasso di mortalità ma anche dalla possibilità di generare rendimenti elevati in caso di successo, soprattutto in relazione a iniziative basate su prodotti e tecnologie innovativi. Poiché gli intermediari tradizionali, infatti, soprattutto a causa di vincoli e regole più stringenti rispetto al passato, spesso non sono incentivati a orientare gli impieghi verso forme così rischiose di investimento, il *crowdfunding* potrebbe costituire un'importante soluzione, in quanto offre un mezzo alternativo di promozione delle iniziative imprenditoriali, direttamente rivolto ai risparmiatori, che consente altresì di ridurre i costi di intermediazione.

In definitiva, come meglio specificato di seguito, le previsioni in materia di *crowdfunding* sono state elaborate in coerenza con le finalità generali di un impianto legislativo volto a

¹² La Consob ha pianificato un'indagine conoscitiva sul tema: in data 21 gennaio 2013 è stato pubblicato un questionario, suddiviso in quattro sezioni riferite ai diversi destinatari della disciplina (gestori “potenziali”, investitori professionali, investitori *retail* e *start-up* innovative) indirizzato a tutti i soggetti potenzialmente interessati al tema del *crowdfunding*. Successivamente, è stato oggetto di consultazione anche il Regolamento concernente le disposizioni di attuazione del *crowdfunding* (*infra*). Una simile metodologia è stata seguita anche a livello comunitario: al fine di promuovere il fenomeno e valutare la necessità di modifiche all'attuale legislazione, condividendo le istanze di imprese e stakeholders, il 3 ottobre 2013 la Commissione europea ha lanciato una consultazione pubblica – pubblicando un apposito questionario – sul processo di finanziamento “*crowdfunding*”, che è terminata il 31 dicembre 2013.

¹³ Cfr. E. Girino, “Le regole del *crowdfunding*”, *Amministrazione e Finanza*, n.1/2014.

favorire la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico e l'occupazione, con particolare riguardo a quella giovanile. Gli interventi normativi realizzati, infatti, sono stati volti a “creare, per la prima volta nel panorama legislativo italiano, un quadro di riferimento nazionale coerente per le start-up. Questo quadro dovrebbe anche ispirare e sostenere lo sforzo che negli ultimi anni le regioni e altri attori pubblici e privati hanno profuso a favore delle nuove imprese innovative”¹⁴.

Per ciò che concerne l'attuazione e l'utilizzo dello strumento in questione, nel marzo 2015 Consob ha effettuato un'indagine, acquisendo le relazioni annuali sulle attività svolte nel corso dell'anno precedente e, in particolare, i dati sull'operatività dei portali. Al momento dell'analisi risultavano operativi 6 portali, rispetto ai 15 autorizzati ad operare sul mercato¹⁵. Alla medesima data erano state pubblicate 18 offerte complessive, di cui 4 concluse con il buon esito dell'operazione, 7 chiuse senza successo e 7 ancora in corso. La cifra effettivamente sottoscritta, che costituisce una prima stima del potenziale di raccolta tramite portali on-line, ammonta a complessivamente a poco più di € 8 milioni¹⁶, mentre l'*equity crowdfunding* ha raccolto solo € 1,3 milioni, pari al 49% dell'obiettivo complessivo della raccolta.

2. Destinatari e beneficiari: il “Decreto Crescita bis” e il “Decreto Crescita 3.0”

Come già in parte accennato, nell'ambito del *crowdfunding*, l'intervento normativo fondamentale è rappresentato dal D.L. 179/2012, recante “Ulteriori misure urgenti per la crescita del paese” (“Decreto Crescita bis”).

Tale decreto ha assunto la valenza di una vera e propria policy organica, che ha identificato nel sostegno all'imprenditoria innovativa un nuovo approccio di politica industriale, individuando altresì gli specifici destinatari della normativa relativa al *crowdfunding*.

In particolare, il provvedimento ha introdotto nel nostro ordinamento la figura giuridica della “start-up innovativa” (art. 25), che inizialmente si configurava come l'unico soggetto in grado di usufruire dello strumento in questione: si tratta di un peculiare tipo di impresa che deve soddisfare determinati requisiti e gode di alcune agevolazioni, sia dal punto di vista fiscale che per ciò che concerne aspetti societari e gestionali¹⁷. Ai fini della qualificazione come start-up innovativa, è necessario che l'impresa sia costituita come società di capitali (anche sotto forma di cooperativa), agisca in settori innovativi e tecnologici o a vocazione sociale e rispetti i seguenti requisiti:

- 1) essere costituita da non più di sessanta mesi¹⁸;

¹⁴ Relazione Illustrativa al D.L. 179/2012.

¹⁵ L'ultimo aggiornamento dell'elenco da parte di Consob rileva come, a luglio 2015, il numero dei gestori sia sceso a 14.

¹⁶ Pari all'1,3% del mercato europeo (escludendo il Regno Unito).

¹⁷ Ad esempio in relazione all'impossibilità di assoggettamento a procedure concorsuali diverse da quelle previste dal capo II della legge 27 gennaio 2012, n. 3 (art. 31, comma 1).

¹⁸ Tale limite, prima dell'entrata in vigore del D.L. 3/2015, era pari a 48 mesi. Giova sottolineare come la temporaneità costituisca un tratto caratterizzante della nuova formula, in considerazione delle difficoltà da affrontare nella fase iniziale, soprattutto dal punto di vista finanziario. Durante il periodo di start-up, ipotizzando una fisiologica situazione di perdite, la società, in deroga a quanto sancito dal codice civile, gode di una maggiore flessibilità, ad esempio nelle ipotesi di ricapitalizzazione. In particolare, si prevede

- 2) essere residente in Italia o in uno degli Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, purchè abbia una sede produttiva o una filiale in Italia;
- 3) a partire dal secondo anno di attività, presentare un totale del valore della produzione annua, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato, non superiore a 5 milioni di euro;
- 4) non distribuire, e non avere distribuito, utili;
- 5) prevedere, quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;
- 6) non essere stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda.

Oltre a quelli sopra elencati, è necessario che la start-up innovativa detenga almeno uno dei seguenti, ulteriori requisiti:

- 1) sostenere spese in ricerca e sviluppo in misura pari o superiore al 15% del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione¹⁹;
- 2) impiegare come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al terzo della forza lavoro complessiva, personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a due terzi della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale;
- 3) essere titolare di diritti di sfruttamento di invenzioni industriali, elettroniche, biotecnologiche o di nuove varietà vegetali ovvero di diritti relativi a un programma per elaboratore originario, purché tali privative siano direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività di impresa.

Le start-up innovative sono soggette a stringenti obblighi di pubblicità e comunicazione, il cui adempimento è in molti casi necessario al fine di offrire i propri strumenti finanziari portali on-line: tale facoltà, infatti, è concessa solo se le imprese sono iscritte in una sezione speciale del Registro delle Imprese.

L'iniziale limitazione del perimetro applicativo della disciplina del *crowdfunding* alle start-up innovative ha destato non poche perplessità, in larga parte fondate: alla luce di un

l'estensione di dodici mesi del meccanismo del c.d. "rinvio a nuovo" e nelle ipotesi più gravi, quando la perdita intacchi il minimo legale, è consentito il differimento delle operazioni di riduzione e contestuale aumento del capitale alla chiusura dell'esercizio successivo. Sul punto O. Cagnasso, "Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (dalla "nuova" alla "nuovissima" s.r.l.)", *Il nuovo diritto delle società*, 5/2014.

¹⁹ Nel calcolo delle spese in ricerca e sviluppo sono escluse le spese per l'acquisto e la locazione di beni immobili ma possono essere incluse le spese in ricerca e sviluppo: le spese relative allo sviluppo precompetitivo e competitivo, quali sperimentazione, prototipazione e sviluppo del business plan, le spese relative ai servizi di incubazione forniti da incubatori certificati, i costi lordi di personale interno e consulenti esterni impiegati nelle attività di ricerca e sviluppo, inclusi soci ed amministratori, le spese legali per la registrazione e protezione di proprietà intellettuale, termini e licenze d'uso. Le spese risultano dall'ultimo bilancio approvato e sono descritte in nota integrativa. In assenza di bilancio nel primo anno di vita, la loro effettuazione è assunta tramite autocertificazione sottoscritta dal legale rappresentante.

impianto normativo e regolamentare fortemente orientato alla tutela degli investitori non istituzionali (*infra*), appare poco comprensibile la *ratio* di restringere l'applicazione dello strumento a società di per sé molto rischiose, rendendo la disciplina frammentata e configurando un'evidente disparità di trattamento tra soggetti aventi una diversa veste giuridica²⁰.

Di recente, invero, la platea delle imprese che possono utilizzare il canale del *crowdfunding* per la raccolta di capitali è stata ampliata ad opera del D.L. 3/2015 ("Decreto Crescita 3.0"), che ne ha esteso la possibilità di fruizione anche alla figura delle "PMI innovative", la cui definizione è contenuta all'art. 4 della norma. Anche tali soggetti devono essere costituiti sotto forma di società di capitale, rispettare le soglie dimensionali stabilite in sede comunitaria²¹ e, oltre alla residenza (o sede operativa) in Italia, devono possedere i seguenti requisiti:

- a) la certificazione dell'ultimo bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato redatto, effettuata da un revisore contabile o da una società di revisione iscritti nel registro dei revisori contabili;
- b) l'assenza di azioni quotate in un mercato regolamentato;
- c) l'assenza di iscrizione al registro speciale dal D.L. 179/2012 per le start-up innovative²².

Come nel caso analizzato in precedenza, le imprese che volessero essere qualificate come PMI innovative devono possedere, inoltre, almeno due dei seguenti requisiti:

- volume di spesa in ricerca, sviluppo e innovazione in misura uguale o superiore al 3% del maggior valore fra costo e valore totale della produzione della PMI innovativa²³. Le spese risultano dall'ultimo bilancio approvato e sono descritte in nota integrativa;
- 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

²⁰ Cfr. M. Pinto, "L'*equity based crowdfunding* in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal "Decreto Crescita", *Le Società*, n. 7/2013,

²¹ Affinchè non possa essere qualificato come grande impresa, un soggetto deve impiegare meno di 250 dipendenti e presentare un fatturato annuo inferiore ai 50 milioni (o un attivo dello stato patrimoniale inferiore a 43 milioni), secondo quanto disposto dalla Raccomandazione 2003/361/CE.

²² Tale prescrizione rende le due figure tra loro incompatibili e non sovrapponibili dal punto di vista giuridico, dei requisiti e degli adempimenti necessari al fine di ottenere la relativa qualifica.

²³ Anche per le PMI innovative, dal computo di tali spese sono escluse le spese per l'acquisto e per la locazione di beni immobili, mentre sono da includere spese per acquisto di tecnologie ad alto contenuto innovativo e tecnologico. Sono altresì da ricomprendere nel computo altre spese di ricerca e sviluppo quali: spese relative allo sviluppo precompetitivo e competitivo, quali sperimentazione, prototipazione e sviluppo del piano industriale, spese relative ai servizi di incubazione forniti da incubatori certificati come definiti dall'art. 25, comma 5, del Decreto Crescita bis, i costi lordi di personale interno e consulenti esterni impiegati nelle attività di ricerca, sviluppo e innovazione (inclusi soci ed amministratori), le spese legali per la registrazione e protezione di proprietà intellettuale, termini e licenze d'uso.

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;

- titolarità, anche quali depositarie o licenziatarie di almeno un brevetto, di una privativa industriale o di un software.

Anche per le PMI innovative è prevista l'iscrizione in apposita sezione speciale del Registro delle Imprese.

3. Le modifiche normative in materia di raccolta di capitali

Entrambi i provvedimenti sopra menzionati hanno delineato un regime di favore per start-up e PMI innovative, sia attraverso la riduzione di alcuni oneri gestionali che introducendo alcune agevolazioni dal punto di vista fiscale.

Tuttavia, è soprattutto attraverso il D.L. 179/2012 (art. 30) che il *crowdfunding* fa ufficialmente ingresso nel nostro ordinamento anche per imprese diverse dalle società per azioni, in seguito a modifiche apportate sia in ambito civilistico che finanziario, in cui il legislatore ha dovuto agire in maniera incisiva per consentire l'utilizzo e la diffusione del *crowdfunding*²⁴.

Per ciò che concerne la disciplina civilistica, al fine di poter usufruire dello strumento in questione, il Decreto prescrive una espressa deroga a quanto disciplinato dall'art. 2468 C.C., in base al quale, nelle società a responsabilità limitata, "le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari". L'art. 26, comma 5 del D.L. 179/2012, infatti, stabilisce "che le quote di partecipazione in start-up innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari", specificando che tale offerta può avvenire "anche attraverso i portali per la raccolta di capitali".

La formulazione letterale della norma (art. 30 – *infra*), inoltre, non lascia adito a dubbi rispetto al fatto che la deroga menzionata sia stata concessa solo in relazione agli strumenti "rappresentativi del capitale di rischio", circoscrivendo la disciplina in questione ai soli casi di *equity crowdfunding* ed escludendo che le offerte possano avere ad oggetto titoli di debito o strumenti ibridi.

Per ciò che concerne le PMI innovative, la deroga in questione non è prevista in maniera esplicita nella norma che le istituisce, ma agisce attraverso il richiamo al succitato art. 26 del Decreto Crescita bis operato dal comma 9 dell'art. 4 del D.L. 3/2015.

Oltre che sulla normativa civilistica, il Decreto Crescita bis ha inciso in maniera rilevante anche su elementi attinenti ad aspetti prettamente finanziari, modificando il D.Lgs. 58/1998 ("Testo Unico della Finanza – TUF) al fine di normare le operazioni di raccolta di capitali attraverso appositi portali. Il successivo intervento del D.L. 3/2015, oltre ad ampliare il perimetro applicativo della disciplina del *crowdfunding*, ha consentito di collocare on-line non solo frazioni di capitale appartenenti a una società innovativa, ma

²⁴ Il D.L. 179/2015 utilizza una tecnica "a cascata", che rimanda la disciplina a modifiche del TUF e all'emanazione del Regolamento Consob.

anche quello di un veicolo di investimento specializzato (OICR, venture capital, ecc.) la cui attività prevalente sia rappresentata dagli investimenti in start-up e PMI innovative.

In seguito ai due interventi normativi citati, in definitiva, i principali nuovi elementi introdotti all'interno del TUF possono essere così sintetizzati:

- comma 5-novies dell'art.1: in seguito alle modifiche apportate dal D.L. 3/2015, il nuovo comma contiene una definizione di portale per la raccolta di capitali (“una piattaforma online che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle start-up innovative, comprese le start-up a vocazione sociale, delle PMI innovative e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società che investono prevalentemente in start-up innovative o in PMI innovative”).
- Commi 5-decies e 5-undecies dell'art.1, che, nell'ambito delle definizioni di start-up e PMI innovativa, richiamano la rispettiva normativa di riferimento.
- Capo III-quater e nuovo art. 50-quinquies (“gestione di portali per la raccolta di capitale per le start-up innovative e per le PMI innovative”)²⁵, che contiene la definizione del gestore di portali, individuato come “il soggetto che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative, per le PMI innovative per gli organismi di investimento collettivo del risparmio e per le società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative e in PMI innovative”.

Giova sottolineare come la norma in questione, al comma 2, sostanzialmente definisca una vera e propria riserva soggettiva, riservando l'attività di gestione dei portali “alle imprese di investimento e alle banche autorizzate ai relativi servizi di investimento nonché ai soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob”, a condizione che questi ultimi in ogni caso utilizzino banche e imprese di investimento per trasmettere gli ordini riguardanti la sottoscrizione (*infra*).

- Art. 100-ter: tale norma, rubricata “Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali” contiene indicazioni tecniche relative alle caratteristiche delle operazioni, la delega a Consob²⁶ per la definizione della disciplina applicabile alla gestione dei portali e alle offerte per la raccolta di capitale, nonché ulteriori profili derogatori all'ordinario regime civilistico. In particolare, in relazione alla circolazione delle quote di società a responsabilità limitata, è prevista la possibilità di usufruire di un regime di pubblicità alternativo a quello ordinario²⁷. Il comma 2-bis, infatti, per la sottoscrizione, l'acquisto

²⁵ La definizione e il contenuto della norma hanno subito una modifica ad opera del D.L. 3/2015.

²⁶ Il comma 2 dell'art. 100-ter, infatti, recita: “La Consob determina la disciplina applicabile alle offerte di cui al comma precedente, al fine di assicurare la sottoscrizione da parte di investitori professionali o particolari categorie di investitori dalla stessa individuate di una quota degli strumenti finanziari offerti, quando l'offerta non sia riservata esclusivamente a clienti professionali, e di tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali nel caso in cui i soci di controllo della *start-up* innovativa o della PMI innovativa cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta”.

²⁷ Per la circolazione delle quote, l'art. 2470 C.C., al comma 2, prevede che “l'atto di trasferimento, con sottoscrizione autenticata, deve essere depositato entro trenta giorni, a cura del notaio autenticante, presso l'ufficio del registro delle imprese nella cui circoscrizione è stabilita la sede sociale. In caso di trasferimento a causa di morte il deposito è effettuato a richiesta dell'erede o del legatario verso presentazione della

e la successiva alienazione di quote rappresentative del capitale di start-up innovative e di PMI innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata, prevede espressamente la possibilità, in alternativa a quanto stabilito dall'art. 2470 C.C., che:

- a. la sottoscrizione o l'acquisto possano essere effettuati per il tramite di intermediari abilitati²⁸, i quali effettuano la sottoscrizione o l'acquisto delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori o degli acquirenti che abbiano aderito all'offerta tramite portale;
- b. entro i trenta giorni successivi alla chiusura dell'offerta, gli intermediari comunichino al registro delle imprese la loro titolarità di soci per conto di terzi, sopportando il relativo costo; a tale scopo, le condizioni di adesione pubblicate nel portale devono espressamente prevedere che l'adesione all'offerta, in caso di buon fine della stessa e qualora l'investitore decida di avvalersi del regime alternativo rispetto a quello previsto dall'art. 2470 C.C., comporti il contestuale e obbligatorio conferimento di mandato agli intermediari incaricati affinché essi:
 - effettuino l'intestazione delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori o degli acquirenti, tenendo evidenza dell'identità degli stessi e delle quote possedute;
 - rilascino, a richiesta del sottoscrittore o dell'acquirente, un attestato di conferma comprovante la titolarità delle quote²⁹;
 - consentano ai sottoscrittori e agli acquirenti che ne facciano richiesta di alienare le quote secondo quanto previsto al successivo punto c);
 - accordino ai sottoscrittori e agli acquirenti la facoltà di richiedere, in ogni momento, l'intestazione diretta a se stessi delle quote di loro pertinenza;
- c. la successiva alienazione delle quote avvenga mediante la semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall'intermediario, la quale non comporta costi o oneri né per l'acquirente né per l'alienante; la successiva certificazione effettuata dall'intermediario, ai fini dell'esercizio dei diritti sociali, sostituisce ed esaurisce completamente le formalità previste dalla disciplina civilistica.

La previsione dell'art. 100-ter, dunque, rappresentando un'importante deroga alla regole ordinarie di circolazione delle quote, che supera il disposto dell'art. 2470³⁰, fornisce un importante incentivo alla formazione di un mercato secondario che, prima delle modifiche apportate dal D.L. 3/2015, si presentava "sottile" e poco appetibile. Attualmente, dunque, start-up innovative e PMI innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata possono avvalersi di un procedimento di circolazione delle quote che coinvolge gli intermediari abilitati all'esercizio dell'attività di negoziazione per conto proprio,

documentazione richiesta per l'annotazione nel libro dei soci dei corrispondenti trasferimenti in materia di società per azioni".

²⁸ Previsti dall'articolo 1, comma 5, lettere a), b) ed e) del TUF.

²⁹ Tale documento ha natura di puro titolo di legittimazione per l'esercizio dei diritti sociali, è nominativamente riferito al sottoscrittore o all'acquirente, non è trasferibile, neppure in via temporanea né a qualsiasi titolo, a terzi e non costituisce valido strumento per il trasferimento della proprietà delle quote.

³⁰ "L'atto di trasferimento, con sottoscrizione autenticata, dev'essere depositato entro trenta giorni, a cura del notaio autenticante, presso l'ufficio del registro delle imprese nella cui circoscrizione è stabilita la sede sociale".

esecuzione degli ordini dei clienti e ricezione e trasmissione degli stessi³¹. In mancanza di una simile possibilità, gli adempimenti necessari in base alla disciplina ordinaria renderebbe estremamente onerosa la sottoscrizione e gli scambi di quote, soprattutto se di piccolo taglio.

L'orientamento del legislatore verso il supporto al mercato secondario si evince anche dalla formulazione del comma 2-quater dell'art. 100-ter, in base al quale quanto fin qui analizzato riguarda anche "l'esecuzione di sottoscrizioni, acquisti e alienazioni di strumenti finanziari emessi da start-up innovative e da PMI innovative", sempre a condizione che siano realizzate tramite piattaforme web. Sarà, quindi, possibile immaginare, oltre all'*equity crowdfunding* puro, un mercato di strumenti finanziari creati con l'esercizio delle facoltà previste sempre per le imprese innovative, che legittimano la creazione di titoli con diritti diversi.

4. Caratteristiche e vincoli delle operazioni di *crowdfunding*

Le offerte on-line di strumenti finanziari emessi da start-up e PMI innovative, pur essendo caratterizzate, rispetto a quelle ordinarie, dalle peculiarità fin qui analizzate, sono assoggettate alle regole stabilite dalla legge e dalla Consob. Giova sottolineare come, ad esempio, ancorché non sussista l'obbligo di pubblicare un vero e proprio prospetto, sia necessario che sul portale della società venga pubblicata una scheda informativa redatta secondo il format stabilito dall'Autorità (*infra*).

Al fine di rendere le offerte più accattivanti, è possibile presentarle anche con strumenti multimediali tramite immagini, video e "*pitch*": come specificato di seguito, si tratta di presentazioni che descrivono la società, la sua idea di *business*, i soci fondatori e i piani di sviluppo che intendono implementare.

Alcuni importanti elementi relativi alle campagne di *crowdfunding* sono definiti dal combinato disposto della disciplina contenuta nel TUF e nel Regolamento³² adottato ai sensi degli artt. 50-quinquies e 100-ter, in base ai quali tali operazioni:

- possono essere effettuate solo da portali gestiti da soggetti iscritti o annotati nel Registro tenuto dalla Consob;
- non possono superare l'importo di 5 milioni di euro;
- possono avere ad oggetto solo strumenti finanziari rappresentativi del capitale di rischio;
- devono essere sottoscritte per almeno il 5% del loro ammontare da parte di un investitore professionale, una fondazione bancaria o un incubatore di start-up innovative³³. Tali operatori, per professionalità e caratteristiche, sono stati considerati dal legislatore quali soggetti affidabili, la cui partecipazione al capitale sociale

³¹ T.U.F. art. 1, comma 5, lett. A), b) ed e).

³² Delibera n. 18592 - Adozione del "Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *startup* innovative tramite portali *online*" ai sensi dell'articolo 50-quinquies e dell'articolo 100-ter del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni. In data 19 giugno 2015, il Regolamento è stato sottoposto a consultazione ai fini del suo aggiornamento.

³³ Previsto dall'art. 25, comma 5 del D.L. 179/2012.

dell'emittente e le cui valutazioni sull'operazione possono rappresentare una ulteriore garanzia per gli investitori *retail*³⁴;

- devono riconoscere il diritto di revoca agli investitori per i casi in cui intervengono cambiamenti significativi della situazione della *start-up* o delle condizioni dell'offerta. Infine, affinché l'offerta sia ammessa sul portale, in base all'art. 24 del Regolamento, il gestore è tenuto a verificare anche che lo statuto della società preveda:
 - nel caso in cui – una volta che si è chiusa l'offerta sul portale - i soci di maggioranza trasferiscano la propria partecipazione a terzi, la possibilità per gli altri soci di recedere dalla società (diritto di recesso a seguito del quale si ha diritto alla liquidazione della propria partecipazione) ovvero il diritto di vendere anche le proprie partecipazioni al soggetto che acquista il "pacchetto di controllo" alle stesse condizioni applicate ai soci di controllo (diritto di "co-vendita"³⁵ - c.d. clausola *tag along*),
 - la comunicazione alla *start up* nonché la pubblicazione (sul sito della stessa) dei patti parasociali.

Dal punto di vista operativo, una volta recepita la volontà dell'aderente di investire in una start-up, il gestore del portale deve trasmettere l'ordine di adesione a una banca o una impresa di investimento, che provvederà a perfezionare la sottoscrizione degli strumenti finanziari (e a raccogliere le somme corrispondenti in un conto indisponibile a favore dell'emittente)³⁶.

³⁴ Giova evidenziare, a questo proposito, come il ruolo degli investitori istituzionali sia mutato in fase di consultazione del Regolamento: mentre nella formulazione iniziale il raggiungimento del 5% era condizione fondamentale per la stessa ammissione dell'offerta sul portale, in seguito alle modifiche diventa requisito essenziale solo per la sua validità: in sostanza, è mutato il timing relativo all'intervento di tali soggetti, che riduce il rischio di ostacolare la raccolta e consente nel contempo una maggiore apertura alla concorrenza.

³⁵ Si tratta di uno strumento contrattuale utilizzato generalmente per la tutela dei soci di minoranza, detto anche "patto di accodamento" o *piggy back*. Nel caso il socio di maggioranza voglia cedere il proprio pacchetto azionario, la clausola *tag along* permette ai soci di minoranza di vendere le proprie azioni alle medesime condizioni concordate con l'acquirente, sfruttando, dunque, la forza contrattuale del socio di maggioranza. L'accordo prevede che il cessionario acquisti anche le partecipazioni dei soci di minoranza, e determina la sospensione dell'efficacia della vendita azionaria da parte del socio di maggioranza per un certo periodo di tempo, durante il quale i soci di minoranza decidono se "accodarsi" all'alienazione originaria, proposta dal socio di maggioranza, imponendo la vendita anche delle loro partecipazioni. Nel caso in cui i soci di minoranza decidano di esercitare il diritto derivante dalla clausola *tag along*, verrà definita una nuova proposta di vendita da proporre all'acquirente. Una simile clausola tende a tutelare i soci di minoranza, offrendo loro una *way out* al verificarsi di cambiamenti della compagine sociale, soprattutto quando la loro partecipazione dipenda da rapporti, anche personali (basati sull'*intuitus personae*), con il socio di maggioranza alienante. In relazione agli effetti della clausola *tag along*, secondo la dottrina maggioritaria, al diritto dei soci di minoranza fa da contraltare in un vero e proprio obbligo per quelli di maggioranza e per il terzo acquirente; qualora i soci di minoranza esercitassero tale diritto ed il terzo non acconsentisse ad acquistare anche le loro partecipazioni alle stesse condizioni, il soggetto alienante non potrebbe pertanto procedere alla cessione delle proprie azioni. In tale eventualità, è possibile proporre un'offerta quantitativamente identica a quella iniziale, ma composta, in proporzione, dalla partecipazione sia del socio di maggioranza che dei soci covenditori. In questo modo, i benefici della cessione verrebbero distribuiti in favore di tutti i soci coinvolti. Sul punto S. Lantino, P. Casucci, G. Limido, *Acquisizioni di aziende e partecipazioni. Aspetti legali e tributari*, Ipsosa, 2010; A. Salonna, "Diritto al dividendo e facoltà di 'exit' del socio di minoranza di srl", *Diritto e Pratica delle Società*, n. 6/2009; P. Divizia, "Clausole statutarie di covendita e trascinarsi", *Notariato*, n. 2/2009; D. Proverbio, *I patti parasociali*, Ipsosa, 2010.

³⁶ In realtà, la trasmissione dell'ordine dovrebbe avvenire in seguito al decorso del periodo di *freezing* di sette giorni, connesso al diritto di ripensamento riconosciuto agli investitori *retail* (*infra*).

In virtù della normativa vigente (nota anche come “disciplina MiFID”³⁷) le banche e le SIM dovranno svolgere l’attività nel rispetto della disciplina sui servizi di investimento, che prevede una serie di obblighi informativi e di comportamento nei confronti degli investitori.

Al fine di favorire lo sviluppo del *crowdfunding* e agevolare l’accesso ai finanziamenti da parte di start-up e PMI innovative, tuttavia, l’art. 17 del succitato Regolamento Consob stabilisce un’esonazione dall’applicazione della disciplina sui servizi di investimento qualora ricorrano le seguenti condizioni:

- nel caso in cui gli ordini siano impartiti da investitori persone fisiche, il relativo controvalore sia inferiore a cinquecento euro per singolo ordine e a mille euro considerando gli ordini complessivi annuali;
- per gli ordini impartiti da investitori persone giuridiche, il relativo controvalore sia inferiore a cinquemila euro per singolo ordine e a diecimila euro in relazione agli ordini complessivi annuali.

In sostanza, quando si opera all’interno delle soglie sopra elencate, non si applica quanto previsto dalla Parte II del TUF e, di conseguenza, non sarà necessario effettuare la "profilatura" del cliente da parte dell’intermediario. Per investimenti contenuti, dunque, la tutela dell’investitore su cui si impernia l’interno sistema normativo e regolamentare trova un elemento di gradazione e attenuazione. Ai fini dell’applicazione dell’esonazione, è necessario che gli investitori rilascino una dichiarazione in cui affermano di non avere superato le predette soglie (prendendo in considerazione, per la soglia annuale, anche gli investimenti effettuati presso altri portali nell’anno solare di riferimento).

Nell’ottica di tutela dell’investitore *retail* che informa l’intero impianto normativo relativo al *crowdfunding*, l’art. 13, comma 5 del Regolamento stabilisce che, anche in seguito alla sottoscrizione, a tali soggetti è garantito il cosiddetto "diritto di ripensamento", che consente di recedere dall’ordine di adesione senza sostenere alcuna spesa entro sette giorni, attraverso apposita comunicazione al portale. Il diritto di recesso è garantito anche nel caso in cui emergano nuove informazioni (fatto nuovo o segnalazione di un errore materiale) rispetto a quelle esposte sul portale. Anche in tale eventualità, la revoca dell’adesione all’offerta, può essere effettuata entro sette giorni dal momento in cui tali elementi sono portati a conoscenza degli investitori.

4.1. Le modalità di offerta

Dal punto di vista della gestione operativa, le campagne di *crowdfunding*, traslando caratteristiche proprie di quelle *reward-based*, possono essere strutturate in base a diversi

³⁷ Acronimo di “Market in Financial Instruments Directive”. Si tratta della direttiva dell’Unione Europea 2004/39/CE, che ha tra i suoi obiettivi principali quello di creare un ambiente finanziario competitivo e armonizzato per i mercati regolamentati, le imprese di investimento nonché quello di rafforzare la protezione degli investitori, l’efficienza e l’integrità dei mercati finanziari stessi.

modelli, ognuno dei quali presenta caratteristiche peculiari, che possono rappresentare un punto di forza o un limite a seconda della tipologia di operazione da finanziare³⁸:

- nel modello “all-or-nothing” (AON - o *threshold model*) la somma target deve essere raggiunta entro un periodo di tempo prefissato prima che venga effettuata alcuna transazione finanziaria. Se l’obiettivo non viene raggiunto, il finanziamento si considera fallito, le transazioni non avverranno e il denaro resterà o verrà restituito sul conto dei sostenitori. In alcuni modelli, le somme versate vengono trasferite in un altro conto che è gestito dalla piattaforma e possono essere riallocate a favore di un altro progetto.
- Il modello “keep it all” (KIA - noto anche come *flexible funding*), d’altro canto, prevede che le risorse finanziarie ottenute rimangano alla società emittente a prescindere dall’importo raccolto e dal raggiungimento del target prestabilito entro la scadenza prefissata.
- È interessante anche osservare modelli alternativi, come quello detto “All And More” (tutto o di più), per adesso utilizzato da poche piattaforme, soprattutto per supportare progetti creativi. Il funzionamento è simile a quello di un normale modello “keep it all” se l’obiettivo non viene raggiunto, ma se si raggiunge o eccede il proprio target, il progetto è esentato dal pagamento di parte delle tariffe (es. contributo di iscrizione alla piattaforma, *fee* da riconoscere sul finanziamento raccolto, ecc.).

La valutazione rispetto ai vari modelli deve essere effettuata sulla base di diversi fattori, dal tipo di iniziativa allo stadio del ciclo di vita, dalla strategia commerciale al piano di sviluppo. Uno degli elementi da tenere in considerazione riguarda un aspetto fondamentale per tutte le start-up, vale a dire il segnale al mercato relativo al *commitment* dell’imprenditore e al suo impegno a perseguire l’investimento solo se opportunamente dimensionato e supportato dal punto di vista finanziario. In una simile prospettiva di analisi (attinente in realtà all’ambito della finanza comportamentale), il mancato perseguimento progetti sottodimensionati mitiga il rischio percepito per i sottoscrittori³⁹. Queste caratteristiche rendono il modello AON, paradossalmente, nella maggior parte dei casi più efficace rispetto al KIA, consentendo di definire target più elevati, come confermato da alcune ricerche empiriche⁴⁰.

L’approccio del *flexible funding*, d’altra parte, si rivela più adeguato per progetti “scalabili”⁴¹, che consentono agli investitori di sostenere un livello di rischio più

³⁸ Cfr. E. Mollick, “The dynamics of *crowdfunding*: An exploratory study”, *Journal of Business Venturing*, 2014, Vol.29, pp. 1-16.

³⁹ Cfr. L.B. Heaton, “Managerial Optimism and Corporate Finance”, 2002, *Financial Management*, Vol. 31 (2), pp. 33-45; D. Forlani, J.W. Mullins, “Perceived Risks And Choices In Entrepreneurs’ New Venture Decisions”, 2000, *Journal of Business Venturing*, Vol. 15, pp. 305-322.

⁴⁰ Cfr. E.R. Mollick, V. Kuppaswamy, “After the Campaign: Outcomes of Crowdfunding”, 2014, Working Paper, Wharton, University of Pennsylvania,

⁴¹ Un investimento può essere considerato scalabile dal punto di vista dell’output o dei costi. Nel primo caso, l’imprenditore può ridurre gli oneri di produzione rimuovendo alcuni *features* dal prodotto (ad esempio un videogioco inizialmente lanciato con meno livelli e opzioni). La seconda circostanza si verifica quando un progetto è caratterizzato da costi fissi ridotti o inesistenti: simili investimenti possono essere avviati con

contenuto, poiché l'imprenditore sarà in grado di produrre output o erogare servizi anche con una provvista finanziaria inferiore rispetto all'importo richiesto inizialmente.

Per gli investimenti non scalabili, appesantiti da costi fissi e da un grado di leva operativa più consistente, e caratterizzati da un profilo di rischio più elevato è, conseguentemente, sconsigliabile optare per un modello KIA⁴².

I due approcci fin qui analizzati differiscono anche in relazione agli oneri da sostenere per la campagna: la tipologia "keep it all" può scontare una *fee* più che doppia rispetto a quella da riconoscere alla piattaforma nel caso di campagna di tipo "all or nothing"⁴³. Tale aspetto deve indurre l'emittente a un'ulteriore riflessione, al fine di dimensionare al meglio l'importo target da raggiungere e ottimizzare i costi vivi dell'operazione.

4.2. Diritti del sottoscrittore e vicende societarie

Trattandosi di "strumenti di capitale di rischio", l'adesione alla campagna di *crowdfunding* comporta l'acquisto di frazioni di capitale sociale dell'emittente, con la conseguente nascita, in capo al sottoscrittore, dei relativi diritti societari.

In base al percorso tracciato dal legislatore italiano, infatti, le campagne di *crowdfunding* si configurano sostanzialmente come aumenti di capitale a pagamento. Ciò significa che, in seguito al buon esito dell'operazione, sarà possibile partecipare alla vita societaria esercitando – laddove previsto - il diritto di voto nelle assemblee, esaminando e approvando i bilanci societari.

Quanto alle vicende societarie successive alla fase iniziale di raccolta di risorse finanziarie, la società potrebbe effettuare ulteriori aumenti di capitale tramite altri *round* di raccolta, anche attraverso portali di *crowdfunding*. In tal caso, il mancato esercizio del "diritto di opzione" espone i sottoscrittori iniziali al rischio che il proprio investimento subisca un classico effetto di "diluizione" (perché sono entrati nuovi soci a seguito dell'aumento di capitale), e la propria partecipazione nella società possa "pesare" (percentualmente) in misura inferiore, in termini di voti, dividendi attesi e valore. Secondo alcuni osservatori, tuttavia, il diritto di opzione che sorge in sede di aumento del capitale potrebbe venir meno per una sorta di meccanismo di auto-selezione, nel senso che alcune categorie di soci potrebbero non essere interessati all'incidenza della propria partecipazione rispetto alla compagine sociale: tali soggetti, in molti casi autori di micro-conferimenti, si configurano come meri investitori, prediligendo probabilmente l'assegnazione di categorie di quote o azioni privilegiate sotto il profilo patrimoniale più che amministrativo⁴⁴. Vale la pena evidenziare come anche nell'ambito delle società a responsabilità limitata sia possibile

qualsiasi numero di *backers*, a condizione che le risorse richieste riescano a coprire i costi marginali di produzione.

⁴² Cfr. P. Belleflamme, T. Lambert, A. Schwienbacher, "Crowdfunding: Tapping the Right Crowd", 2014, *Journal of Business Venturing*, Vol. 29 (5), pp. 585-609.

⁴³ Le maggiori piattaforme, ad esempio, stabiliscono una *fee* pari, rispettivamente, al 4% e al 9%.

⁴⁴ Cfr. E. Fregonara, *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Giuffrè, Milano, 2013.

prevede clausole statutarie che escludere il diritto di sottoscrizione, consentendo di offrire le quote di nuova emissione solo ai terzi⁴⁵.

Per agevolare l'operazione di *crowdfunding* e renderle coerenti con la disciplina civilistica, sembra opportuno ipotizzare la configurazione dei successivi *round* di finanziamento come aumenti di capitale "scindibili", consentendo espressamente che il capitale venga incrementato di un ammontare pari alle sottoscrizioni raccolte. Sempre per esigenze di coerenza e armonizzazione tra normativa relativa al *crowdfunding* e diritto societario, non essendo possibile conoscere *a priori* l'esito della raccolta, i contributi già ottenuti dai *crowders* potrebbero essere trattati come versamenti in conto futuro aumento di capitale. Soprattutto nel caso di risorse acquisite dai terzi piuttosto che dai soci, tale soluzione appare la più opportuna, soprattutto in considerazione del fatto che per simili apporti sussiste un obbligo di restituzione a carico della società nel caso di mancato perfezionamento dell'operazione: i versamenti effettuati in previsione di un determinato aumento debbono essere dunque considerati risolutivamente condizionati alla sua mancata esecuzione nelle modalità e nei termini eventualmente stabiliti. Di conseguenza, la presenza di una condizione sospensiva impone l'iniziale imputazione di tali somme fra i debiti: in base all'esito dell'operazione, gli importi saranno consolidati nella voce "capitale", ovvero, in caso contrario, fra i debiti del passivo (in quanto sorge il diritto alla restituzione in capo al sottoscrittore).

Ulteriore criticità è legata all'individuazione del momento e del luogo in cui si perfeziona il contratto tra l'investitore e l'emittente: poiché l'offerta potrebbe anche avere esito negativo, i terzi, in seguito alla sottoscrizione dell'ordine di adesione e al relativo pagamento, non assumono immediatamente la qualità di socio, per la quale sarà necessario attendere il buon esito dell'operazione e la successiva iscrizione della delibera di aumento del capitale sociale presso il registro delle imprese. In ogni caso, è opportuno che le condizioni di efficacia delle singole sottoscrizioni siano chiaramente definite nella delibera con cui si opta per la scindibilità dell'aumento, prevedendo eventualmente un'efficacia differita o per *tranche*, che consentirebbe di suddividere in blocchi l'aumento⁴⁶.

Dal punto di vista pubblicitario, per ciò che riguarda le informazioni successive alla chiusura dell'offerta, poiché il portale non è successivamente obbligato a pubblicare la documentazione in questione, per l'investitore diventa fondamentale monitorare il sito web della società emittente, in quanto la stessa, finché è in possesso dei requisiti di start-up innovativa, deve aggiornare le informazioni elencate dal "Decreto crescita bis" almeno ogni sei mesi.

⁴⁵ Viceversa, nelle società per azioni si può escludere il diritto di opzione quando l'interesse sociale lo esiga: si tratta dell'unica strada percorribile nel caso si volesse cercare tra il pubblico nuovi finanziamenti. Sul punto O. Cagnasso, *Le modifiche statutarie e il diritto di recesso*, in *Trattato Cottino*, volume quarto, Cedam, Padova, 2010.

⁴⁶ Cfr. M. Notari, *Il diritto di opzione e la sua esclusione*, in *Commentario*, dedicato a Portale, Giuffrè, Milano, 2011.

5. I gestori dei portali: caratteristiche, requisiti e obblighi informativi

In base a quanto fin qui evidenziato, appare evidente come uno degli elementi fondamentali, nelle operazioni di *crowdfunding*, sia rappresentato dal portale che consente di gestire operativamente lo strumento in questione, la cui definizione, offerta dall'art. 1, comma 5-novies del TUF, è stata già precedentemente menzionata. In base all'art. 50-quinquies del TUF, la gestione di tali piattaforme può essere affidata alle imprese di investimento ed alle banche autorizzate ai relativi servizi di investimento, nonché ai soggetti che risultano iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, in possesso di determinati requisiti.

Come già accennato in precedenza, l'elemento dirimente tra le due tipologie di soggetti riguarda il regime giuridico applicabile nel rapporto con gli investitori, atteso che, in particolare, per i gestori c.d. "a richiesta" sussiste una specifica esenzione dall'applicazione delle regole di condotta in materia di prestazione dei servizi di investimento (artt. 21-25 bis TUF) e di collocamento a distanza di servizi e attività di investimento (art. 32). Tuttavia, a fronte di simili semplificazioni operative, per i gestori dei portali vige il divieto di detenere somme di denaro ovvero strumenti finanziari di pertinenza di terzi, nonché, come in precedenza sottolineato, l'obbligo di trasmettere gli ordini esclusivamente a banche e imprese di investimento, che avranno il compito di portare a termine la trattativa.

Tale previsione genera una notevole riduzione dell'esenzione, circoscrivendola alla fase delle trattative, atteso che banche e altre imprese di investimento, nel momento in cui intervengono, sono comunque obbligate ad operare secondo i principi MiFID, al fine di tutelare l'investitore⁴⁷. L'investitore non professionale infatti, dovrà comunque stipulare un contratto di investimento con la Banca o la Sim, individuata dal gestore, per la trasmissione degli ordini e, a tale scopo, dovrà fornire tutte le informazioni richieste al fine di consentire all'intermediario una verifica in relazione all'appropriatezza della sottoscrizione. Tale procedura, ovviamente, costituisce in ogni caso un onere (in termini di tempo e costi) che grava sull'investitore, rappresentando un disincentivo ad aderire a offerte di *crowdfunding* (*infra*)⁴⁸.

5.1. I requisiti dei gestori a richiesta

L'iscrizione alla Sezione Ordinaria del registro da parte dei cosiddetti "gestori a richiesta" è subordinata al possesso dei requisiti stabiliti dal comma 3 dell'art. 50-quinquies, vale a dire:

- a) forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa;
- b) sede legale e amministrativa o, per i soggetti comunitari, stabile organizzazione nel territorio italiano;

⁴⁷ Fatte salve le operazioni entro le soglie in precedenza analizzate. Sul punto, E. Fregonara, " Il *crowdfunding*: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative", *Orizzonti Del Diritto Commerciale*, doc. 22 febbraio 2014.

⁴⁸ Così si esprime la Relazione sull'attività di analisi d'impatto della Regolamentazione (AIR) e sugli esiti della procedura di consultazione redatta da Consob.

- c) oggetto sociale conforme a quanto previsto dal comma 1 della norma;
- d) presentazione di una relazione sull'attività di impresa e sulla struttura organizzativa⁴⁹;
- e) possesso da parte di coloro che detengono il controllo e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo dei requisiti di onorabilità stabiliti dalla Consob (*infra*);
- f) possesso da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, di requisiti di professionalità stabiliti dalla Consob.

Per ciò che concerne i requisiti di onorabilità di cui al precedente punto e), l'art. 8 del Regolamento richiama fundamentalmente gli elementi previsti per le banche e le imprese di investimento⁵⁰, che consistono sostanzialmente nella piena disponibilità dei propri diritti. La norma, infatti, stabilisce che ai fini dell'iscrizione al registro e della permanenza nello stesso, coloro che detengono il controllo della società richiedente non devono:

- a) trovarsi in condizione di interdizione, inabilitazione ovvero aver subito una condanna ad una pena che comporti l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici ovvero l'incapacità ad esercitare uffici direttivi;
- b) essere stati sottoposti a misure di prevenzione disposte dall'autorità giudiziaria ai sensi del D.Lgs. 159/2001, salvi gli effetti della riabilitazione;
- c) essere stati condannati con sentenza irrevocabile, salvi gli effetti della riabilitazione:
 - a pena detentiva per uno dei reati previsti dalle norme che disciplinano l'attività bancaria, finanziaria, mobiliare, assicurativa e dalle norme in materia di mercati, di valori mobiliari e di strumenti di pagamento;
 - a pena detentiva per uno dei reati previsti nel titolo XI del libro V del codice civile e nel regio decreto 16 marzo 1942, n. 267;
 - alla reclusione per un tempo non inferiore a un anno per un delitto contro la pubblica amministrazione, contro la fede pubblica, contro il patrimonio, contro l'ordine pubblico, contro l'economia pubblica ovvero per un delitto in materia tributaria;
 - alla reclusione per un tempo non inferiore a due anni per un qualunque delitto non colposo;
- d) essere stati condannati a una delle pene indicate alla lettera c) con sentenza che applica la pena su richiesta delle parti, salvo il caso di estinzione del reato.

Nel caso in cui il controllo della società che gestisce il portale si estrinsechi attraverso persone giuridiche, i requisiti sopra elencati dovranno ricorrere per gli amministratori e le persone fisiche che detengono a loro volta quote di controllo.

⁴⁹ Da predisporre sulla base delle indicazioni allegate al Regolamento Consob.

⁵⁰ "Regolamento recante norme per l'individuazione dei requisiti di onorabilità dei partecipanti al capitale delle SIM, delle società di gestione del risparmio e delle SICAV e fissazione delle soglie rilevanti" - Decreto del Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica dell'11 novembre 1998, n. 469.

L'art. 9 del Regolamento prescrive la necessità di sussistenza dei requisiti di onorabilità non solo in capo ai soci della società di gestione del portale, ma anche in relazione a coloro i quali svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo.

Il venir meno di tali condizioni per i soggetti fin qui menzionati comporta la cancellazione del registro, a meno che i requisiti non siano ripristinati entro il termine massimo di due mesi. In un'ottica di tutela degli investitori, in una simile eventualità, le offerte in corso sul portale sono sospese e non si potrà procedere a nuove pubblicazioni, finché la società non abbia regolarizzato la propria posizione. Spirato inutilmente il termine di due mesi a disposizione del gestore, laddove le condizioni di onorabilità non siano state ripristinate, le offerte sospese decadranno, pur potendo essere successivamente riproposte attraverso un altro portale.

Oltre ai profili di onorabilità, coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo devono disporre anche di particolari competenze e professionalità, derivanti dall'esercizio, per almeno un biennio, di:

- a) attività di amministrazione o di controllo ovvero compiti direttivi presso imprese;
- b) attività professionali in materie attinenti al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo;
- c) attività d'insegnamento universitario in materie giuridiche o economiche;
- d) funzioni amministrative o dirigenziali presso enti privati, enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo ovvero presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni che non hanno attinenza con i predetti settori purché le funzioni comportino la gestione di risorse economico-finanziarie.

Il comma 3 dell'art. 9, al fine di stimolare la concorrenza tra gestori, ha previsto che gli amministratori senza ruoli esecutivi o deleghe operative possano, in alternativa a quanto sopra elencato, dimostrare semplicemente un'esperienza lavorativa di almeno un biennio nei settori industriale, informatico o tecnico-scientifico, a elevato contenuto innovativo, o di insegnamento o ricerca in tali settori.

Infine, al comma 4, la norma richiede anche un certo grado di indipendenza di tali soggetti, delineando sostanzialmente una clausola simile al cosiddetto divieto di *interlocking*: coloro i quali svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso un gestore iscritto nel registro, infatti, non possono assumere o esercitare cariche analoghe presso altre società che svolgono la stessa attività, a meno che queste ultime non appartengano al medesimo gruppo.

Oltre alla sezione ordinaria, riservata ai "gestori a richiesta", il Regolamento prevede la creazione di una sezione speciale del Registro, all'interno della quale sono annotati i "gestori di diritto", ovvero le banche e le imprese di investimento autorizzate alla prestazione dei relativi servizi di investimento che hanno comunicato alla Consob lo svolgimento della gestione di portali di *equity crowdfunding*.

A tali soggetti non si applicano le regole più restrittive previste per i gestori iscritti alla sezione ordinaria del registro (divieto di detenere somme di denaro e obbligo di trasmissione degli ordini a banche e SIM) e possono quindi gestire integralmente il

processo della raccolta di capitali delle start-up innovative. Di contro, come in precedenza sottolineato, non godono dell'esenzione dalla disciplina di derivazione MiFID per gli ordini al di sopra delle soglie stabilite dal Regolamento Consob.

Mentre la mancata iscrizione al registro da parte dei gestori a richiesta implicherà la configurazione di prestazione abusiva dell'attività, perseguita ai sensi dell'art.190 del TUF, per i gestori di diritto la comunicazione che "annuncia" l'inizio dell'attività di gestione di portali, ha una mera funzione di pubblicità notizia e certificazione anagrafica, in quanto l'annotazione nella sezione speciale del registro consente la conoscibilità al mercato.

5.2. *Gli obblighi informativi*

Il Titolo III del Regolamento, nell'ambito generale delle "regole di condotta" dedica ampio spazio agli obblighi informativi gravanti sui gestori dei portali, definiti al fine di garantire la massima trasparenza e il più elevato livello di consapevolezza nell'investitore, traslando, con i dovuti accorgimenti e limitazioni, quanto previsto da Consob ai fini della quotazione in borsa.

In base all'art. 13, il gestore è tenuto a rendere disponibili agli investitori, in maniera chiara, completa e dettagliata, tutte le informazioni riguardanti l'offerta che sono fornite dall'emittente, affinché gli stessi possano ragionevolmente e compiutamente comprendere la natura dell'investimento, il tipo di strumenti finanziari offerti e i rischi ad essi connessi e prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole. In sintesi, il Regolamento Consob prevede che l'investitore sia messo in grado di acquisire una adeguata conoscenza in merito ai tre principali aspetti dell'*equity crowdfunding*.

Secondo il disposto dell'art. 14, una parte degli adempimenti pubblicitari riguarda le stesse **piattaforme web**, le quali, al fine di rendere edotti gli investitori, sono tenuti a pubblicare, in maniera sintetica e comprensibile, informazioni relative a:

- chi gestisce il portale;
- le attività svolte dalla piattaforma (ad esempio, in che modo sono selezionate le offerte);
- la modalità di gestione degli ordini per la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti;
- i costi a carico degli investitori;
- i presidi organizzativi e le misure predisposte per gestire i rischi di frode, i conflitti di interesse, e il corretto trattamento dei dati personali, indicando all'investitore i propri diritti con riferimento alla fase patologica del rapporto contrattuale;
- i dati aggregati sulle offerte gestite dal portale e i risultati raggiunti;
- la normativa di riferimento, il *link* al registro tenuto dalla Consob, alla sezione di *investor education* predisposta dalla Consob e alla sezione speciale del registro delle imprese dedicata alle *start-up* innovative e agli incubatori;
- i provvedimenti sanzionatori o cautelari che la Consob ha adottato nei riguardi del gestore del portale;

- le iniziative assunte nei confronti delle *start-up* innovative nei casi di inosservanza delle regole di funzionamento del portale.

Per quanto riguarda le informazioni relative, in generale, agli **investimenti in start-up innovative**, il gestore, pur senza offrire servizi di consulenza, formulare raccomandazioni o giudizi riguardanti i singoli strumenti finanziari, deve richiamare l'attenzione degli investitori *retail* sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziarie ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie.

Tali previsioni rispecchiano la summenzionata volontà di Consob di introdurre gli investitori non istituzionali ad un vero e proprio "percorso consapevole" per poter aderire alle offerte on-line, in base al quale devono, mediante le funzionalità presenti sul portale:

- dimostrare di aver preso visione delle informazioni di *investor education* sopra menzionate;
- aver risposto positivamente a un questionario sulle caratteristiche essenziali e i rischi principali connessi all'investimento in start-up innovative;
- dichiarare di essere in grado di sostenere economicamente l'intera perdita dell'investimento che intendono effettuare.

Nel caso di mancato superamento del percorso informativo, il gestore del portale non potrà consentire che l'investitore *retail* aderisca alle offerte presenti sulla piattaforma, impedendone l'accesso all'area riservata. Le informazioni fornite tramite il portale devono essere aggiornate, accessibili almeno per i dodici mesi successivi alla chiusura delle offerte e rese disponibili a coloro i quali ne facciano richiesta per un periodo di cinque anni dalla data di chiusura dell'offerta. I principali elementi informativi da veicolare all'investitore riguardano i rischi che quest'ultimo accetta di sostenere aderendo ad una campagna di *crowdfunding* lanciata da una start-up innovativa, nonché le peculiari caratteristiche di tale figura giuridica. In particolare, l'art. 15 del Regolamento stabilisce che le informazioni da trasferire ai sottoscrittori riguardano almeno:

- il rischio di perdere l'intero capitale investito;
- il rischio di illiquidità, connesso all'eventuale difficoltà nel "liquidare" l'investimento in tempi brevi;
- i benefici fiscali introdotti dal Decreto crescita *bis* (durata e decadenza);
- le deroghe al diritto societario e al diritto fallimentare;
- i contenuti tipici di un business plan;
- il diritto di recesso consentito ai sensi dell'art. 13 del Regolamento e le relative modalità di esercizio.

L'elemento fondamentale da mettere in evidenza, in definitiva, è sostanzialmente il profilo rischio/rendimento dell'operazione, laddove la possibilità di fallimento, attesa l'elevata mortalità delle start-up, è certamente più elevata rispetto ad imprese già consolidate (*infra*). Oltre ai dati relativi alla gestione del portale e allo strumento finanziario in generale, il terzo pilastro degli obblighi informativi dell'*equity crowdfunding* - a completamento della tutela dell'investitore - riguarda **le singole offerte**, relativamente alle quali, in base all'art. 16 del Regolamento, la piattaforma on-line deve pubblicare:

- una "scheda" con tutte le informazioni richieste da Consob nell'Allegato 3 del Regolamento, relative a:
 - i rischi specifici dell'emittente e dell'offerta;
 - l'emittente e il progetto industriale (società, business plan, management);
 - gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta e i diritti ad essi connessi con relative modalità di esercizio;
 - clausole predisposte dall'emittente con riferimento alle ipotesi in cui i soci di controllo cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta (le modalità per la way out dall'investimento, la presenza di eventuali patti di riacquisto, eventuali clausole di *lock up* e *put option* a favore degli investitori) con indicazione della durata delle stesse;
 - le condizioni generali dell'offerta, eventuali clausole di efficacia e di revocabilità delle adesioni;
 - la quota eventualmente già sottoscritta da parte degli investitori professionali o delle altre categorie di investitori previste dall'art. 24, con indicazione della relativa identità di questi ultimi;
 - gli eventuali costi o commissioni posti a carico dell'investitore (comprese le eventuali spese per la successiva trasmissione degli ordini a banche e imprese di investimento);
 - le modalità di calcolo della quota riservata agli investitori professionali;
- gli elementi identificativi delle banche e delle imprese di investimento cui saranno trasmessi gli ordini per la loro esecuzione;
- i dettagli del conto corrente (vincolato) dell'emittente presso cui saranno depositate le somme raccolte;
- termini e condizioni per il pagamento e l'assegnazione/consegna degli strumenti finanziari sottoscritti;
- le informazioni e le modalità per esercitare il diritto di revoca dell'adesione all'offerta per gli investitori *retail*, come già in precedenza specificato;
- notizie in merito alle modalità di restituzione dei fondi nei casi di legittimo esercizio dei diritti di recesso o di revoca, oltre che nell'eventualità di mancato perfezionamento dell'offerta (ad esempio in relazione alla modalità "all or nothing");
- i dati sullo stato delle adesioni alle offerte (dando anche informazioni circa le modalità di pubblicazione e di aggiornamento).

Il trasferimento di tutte le informazioni sin qui analizzate è teso, ancora una volta, a garantire una piena comprensibilità e conoscenza all'investitore, il quale deve essere messo nelle migliori condizioni cognitive per aderire consapevolmente all'offerta. Di conseguenza, le informazioni relative all'investimento devono essere non eccessivamente dispersive⁵¹ ed elaborate in maniera chiara e comprensibile, tenendo in considerazione che la responsabilità dei contenuti informativi ricade comunque

⁵¹ L'Allegato 3 prescrive una lunghezza massima "non superiore a cinque pagine in formato A4".

esclusivamente sull'emittente, mentre il gestore del portale potrà rispondere solo per l'integrità, la chiarezza e la correttezza delle informazioni messe a disposizione sulla piattaforma web.

6. I rischi per investitori ed emittenti

Sulla base degli obblighi informativi in precedenza analizzati, emergono i principali rischi cui sono esposti i sottoscrittori delle offerte. In relazione alla possibilità di perdere l'intero capitale investito, si è già fatto cenno al più elevato profilo di rischio connesso alla natura e alle caratteristiche dei soggetti destinatari della normativa sul *crowdfunding*: trovarsi in fase di start-up, operare in settori innovativi, avere bisogno generalmente di tempi lunghi per lo sviluppo e l'implementazione del progetto rendono l'emittente certamente un soggetto ad alto rischio. Ecco perché l'investitore dovrebbe mitigare tale rischio allocando su tale tipo di operazioni solo risorse che si è potenzialmente disposti anche a perdere completamente e ponendo in essere un'opportuna azione di diversificazione del proprio portafoglio.

Tra quelle fin qui menzionate, una delle maggiori criticità è rappresentata certamente dal rischio di illiquidità, derivante dalla particolare tipologia dell'emittente e degli strumenti finanziari in questione. La liquidità di uno strumento finanziario, infatti, consiste in generale nella sua capacità di trasformarsi prontamente in denaro senza perdita di valore. Tale caratteristica dipende in primo luogo dall'esistenza di un mercato in cui il titolo può essere trattato e dalle caratteristiche del mercato stesso. In generale, a parità di altre condizioni, i titoli negoziati sui "mercati organizzati" (ad esempio, MTA di Borsa Italiana) sono più liquidi di quelli non trattati su detti mercati, in quanto questi ultimi convogliano gran parte della domanda e dell'offerta rendendo i prezzi rilevati in quel contesto più affidabili e maggiormente rispondenti all'effettivo valore degli strumenti finanziari.

Quando invece gli strumenti finanziari non sono negoziati in mercati organizzati, possono diventare "illiquidi", essendo più difficoltoso (se non a volte impossibile) liquidarli a un prezzo che ne rispecchi il reale valore.

Gli strumenti finanziari emessi dalle start-up innovative che possono essere sottoscritti tramite i portali di *equity crowdfunding* appartengono alla seconda categoria, dal momento che il D.L.179/2012 ne vieta la negoziazione nei mercati organizzati per il periodo in cui la società può essere considerata una start-up innovativa (art. 25, comma 2).

Pertanto, chi compra tali strumenti deve essere consapevole del fatto che, accanto al rischio di perdita dell'intero capitale investito, emerge anche il rischio di "illiquidità" collegato sia al divieto di essere scambiati su mercati organizzati per un primo periodo, sia alla mancanza - almeno in una fase iniziale - di un vero e proprio mercato secondario organizzato sul quale è possibile effettuare gli scambi una volta che gli strumenti sono stati sottoscritti. Resta ferma la possibilità di effettuare la compravendita fra privati, nel rispetto delle norme stabilite per i singoli casi, sostenendo i relativi costi.

Per ciò che concerne le prospettive di redditività dell'investitore, inoltre, giova evidenziare alcune criticità connesse alla natura dei soggetti che possono accedere allo strumento del *crowdfunding*: innanzitutto, appare evidente come, nei primi anni di vita, soggetti in fase di

start-up spesso non riescano a generare utili in grado di remunerare il capitale investito; d'altro canto, in molti casi, le esigenze finanziarie di imprese in fase di sviluppo, che investono in ricerca e innovazione, impongono di porre in essere una spinta politica di autofinanziamento, reinvestendo gli utili per supportare la crescita dell'azienda⁵². A tal proposito, non va sottaciuta l'impossibilità stabilita addirittura *ex lege* per le start-up innovative di distribuire dividendi (in base all'art. 25, comma 2 del D.L. 179/2012). Tale vincolo è molto rilevante per le prospettive di redditività di chi aderisce all'offerta: il ritorno sull'investimento (*total shareholder return*) potrà essere rappresentato, infatti, solo dall'eventuale *capital gain*, derivante dal maggior valore delle azioni o delle quote al momento della vendita rispetto all'importo riconosciuto all'emittente in fase di acquisto. Tale divieto non vige, invece, per la nuova figura della PMI innovativa che per il futuro, di conseguenza, potrebbe rappresentare un veicolo più flessibile e appropriato per operazioni di *crowdfunding* rispetto alle start-up innovative⁵³.

Oltre che per gli investitori, lo strumento del *crowdfunding* implica rischi e oneri anche per le società che danno vita all'operazione, che possono riguardare principalmente i seguenti fattori⁵⁴:

- valutazione dei costi: accade di frequente che si sottovalutino il tempo e le risorse che lo strumento richiede. Soprattutto nel caso di *crowdfunding* azionario, i costi amministrativi possono aumentare ad ogni emissione di azioni. È necessario, dunque, disporre di personale adeguato o di un opportuno supporto consulenziale al fine di fornire continui aggiornamenti sul progetto in corso o gestire i diritti societari degli azionisti.
- Proprietà intellettuale: l'idea di business diventa visibile al pubblico, esponendo la società al rischio di imitazione, soprattutto nel caso in cui non sia stata effettuata alcuna azione di protezione della proprietà intellettuale.
- Reputazione: in un mercato estremamente competitivo, ogni esempio di trascuratezza, superficialità, errori o insufficiente preparazione del materiale informativo relativo all'offerta porterebbe significative ripercussioni negative sull'immagine della società e del progetto d'impresa.
- Frode: nonostante le verifiche da parte di Consob e gli stringenti obblighi informativi relativi ai gestori dei portali, non è improbabile imbattersi in piattaforme fraudolente.
- Responsabilità: come in precedenza sottolineato, l'emittente è gravato di particolari doveri di trasparenza verso una platea di investitori che si presenta ampia e potenzialmente diversificata, che può sollevare diverse questioni, aspettative ed esigenze. È necessaria, di conseguenza, un'adeguata conoscenza dei diritti degli investitori, al fine di poter gestire al meglio anche eventuali reclami.

⁵² Cfr. G.M. Frankfurter, B.G. Wood Jr., 2002, "Dividend policy theories and their empirical tests", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 11, pp. 111–138.

⁵³ A tale proposito, si noti come, attualmente, il Regolamento continui a far riferimento solo alle start-up innovative. Nelle more del suo aggiornamento, la cui necessità emerge in seguito all'emanazione del D.L. 3/2015, si ritiene che la disciplina e gli obblighi informativi relative alle start-up, *mutatis mutandis*, debbano estendersi anche alla nuova figura delle PMI innovative.

⁵⁴ "Il *crowdfunding*. Cosa è. Una guida per le piccole e medie imprese" – Commissione Europea, 2015.

- Vicende societarie: attesa la peculiarità dell'operazione (che consente l'ingresso di altri soggetti nella compagine societaria) e sulla base di alcuni obblighi di legge in precedenza analizzati (relativi ai contenuti dello statuto), appare chiaro come sia necessario trovare un punto di equilibrio tra l'appel per gli investitori (connesso all'offerta di determinati diritti) e le esigenze di stabilità nella gestione della società. Di conseguenza, diventa fondamentale costruire al meglio l'operazione, definendo la struttura e i meccanismi di governance, disciplinando nella maniera più opportuna tutte le fattispecie future relative alla vita societaria (in relazione, ad esempio, alle succitate clausole di co-vendita, alle ipotesi di recesso, ecc.). Anche in relazione a tali problematiche, nella maggior parte dei casi, per l'emittente sarà necessario un adeguato sostegno consulenziale.

7. Conclusioni: criticità e sviluppi futuri

Gli elementi fin qui analizzati confermano certamente l'attenzione del legislatore nei confronti di uno strumento che può essere molto utile al tessuto imprenditoriale italiano ma che mostra ancora ampi margini di miglioramento, non essendo stato finora sfruttato al massimo delle proprie potenzialità, come dimostrano i dati riportati in precedenza relativi alla comparazione con altri paesi europei, che evidenziano come il nostro paese sia in ritardo rispetto ad altre realtà.

Per comprendere le cause dello scarso sviluppo dello strumento, è utile fare riferimento ai valori rilevati da Consob sulle esperienze fin qui monitorate, evidenziando, in primo luogo, il numero ristretto di sottoscrittori che hanno aderito alle 4 offerte andate a buon fine in quasi due anni: 134 soggetti, di cui 16 persone giuridiche, con una media di 33 investitori (circa) per offerta, con *range* di adesioni oscillante tra un minimo di 3 ed un massimo di 75. L'ammontare medio della singola sottoscrizione si è attestato a quasi € 10.000, un valore di gran lunga più elevato rispetto alla media europea, oscillante tra € 3.000 e € 5.000: un dato del genere, considerando che gli investitori istituzionali hanno rappresentato solo il 4,4% del totale dei sottoscrittori, è esemplificativo del fatto che l'investitore *retail* sia un soggetto che dispone di un patrimonio consistente ed è caratterizzato da buona confidenza con gli strumenti finanziari (imprenditori, professionisti, ecc.).

I dati in questione evidenziano un probabile errore di impostazione da parte del legislatore - in relazione sia alla normativa primaria che a quella secondaria - laddove ha erroneamente immaginato l'*equity crowdfunding* come una variante del *crowdfunding reward-based*, ipotizzando una forte presenza di investitori *retail* impegnati con piccole somme, in un classico modello a coda lunga. Di conseguenza, alcuni aspetti della disciplina sul *crowdfunding* siano stati verosimilmente "tarati" su un target di investitori sbagliato, creando un meccanismo per alcuni versi troppo rigido, anche oltre la dovuta tutela da garantire ai sottoscrittori non istituzionali⁵⁵. Infatti, come già ampiamente sottolineato, investimenti superiori a € 500 comportano l'assoggettamento agli

⁵⁵ Tale tutela, come in precedenza evidenziato, in realtà stride con l'iniziale previsione legislativa di limitare l'accesso al *crowdfunding* solo alle start-up innovative, strutturalmente più rischiose rispetto ad altre imprese.

adempimenti previsti dalla direttiva MiFID, che possono in qualche modo scoraggiare i potenziali investitori *retail*⁵⁶, soprattutto stranieri, creando un'evidente distorsione del mercato. L'incremento della soglia in questione potrebbe rappresentare un passo in avanti verso una più elevata flessibilità e una maggiore appetibilità dello strumento. Consob, inoltre, potrebbe autorizzare le stesse piattaforme a consentire la realizzazione di un'unica profilazione MiFID valida per tutte le banche, al fine di alleggerire gli adempimenti connessi all'adesione all'offerta.

Ulteriore elemento di appesantimento delle operazioni di *crowdfunding* rispetto ad altri paesi, risiede proprio nell'obbligo di ricorrere a una banca o impresa di investimento per la gestione degli ordini, oltre al vincolo di sottoscrizione minima imposta dal Regolamento (5%)⁵⁷: in questo caso, l'obiettivo di tale prescrizione, che risiede nella volontà di tutela degli investitori, rischia ancora una volta di contraddire lo spirito stesso dell'intero impianto normativo, che dovrebbe mirare al supporto anche di progetti di importo modesto, che potrebbero non essere appetibili per le banche. A tale proposito, l'indagine Consob evidenzia come tutti gli offerenti abbiano avviato la propria adesione pur senza la preventiva sottoscrizione di un investitore professionale: le società emittenti, in altre parole, hanno dimostrato di ritenere che la preventiva sottoscrizione non costituisce un elemento chiave in grado di determinare il successo dell'operazione. A supporto di questa tesi si evidenzia che l'unica offerta che presentava *ab origine* la sottoscrizione di uno di tali investitori risulta fra quelle non andate a buon fine.

Un'ultima osservazione riguarda i requisiti soggettivi degli emittenti i quali, come in precedenza evidenziato, devono appartenere alla categoria delle start-up o PMI innovative. Se, da un lato, si comprende la necessità di supportare la raccolta di capitali da parte di tali imprese, appare di difficile interpretazione l'esclusione degli altri soggetti, la cui inclusione nel perimetro applicativo della disciplina sul *crowdfunding* potrebbe certamente rappresentare un *driver* per un più ampio ricorso allo strumento in questione⁵⁸.

La consultazione indetta da Consob, che porterà a modificare il Regolamento, costituisce un'occasione per introdurre dalle innovazioni anche nella norma primaria, al fine di ampliare la platea degli operatori interessati.

Roberto De Luca – 31 luglio 2015

⁵⁶ In questi casi, infatti, oltre al questionario on-line presenta sulla piattaforma, è necessario: (i) compilare un modulo di profilazione che attesti la capacità/propensione del sottoscrittore a investire in investimenti rischiosi e illiquidi; (ii) stampare il modulo Mifid e firmarlo; (iii) spedire o consegnare a mano il modulo in una banca indicata dalla piattaforma; (iv) disporre un bonifico sul conto corrente indicato dal suddetto intermediario di finanziario.

⁵⁷ A tale proposito, molto critici alcuni commentatori, tra i quali U. Piattelli, *cit.*, secondo cui: «non si comprende perché investitori professionali e fondazioni bancarie dovrebbero essere interessati ad investire in siffatte entità che, per le dimensioni delle relative offerte, sono nella migliore delle ipotesi, oggetto dell'attenzione di fondi di *Venture Capital* o di *Business Angels*»: l'attuale previsione implica il fallimento dell'offerta se non si raggiunge la soglia del 5% «con buona pace dello spirito sul quale si basa il modello di raccolta di fondi attuato attraverso il *crowdfunding*». In quest'ottica l'Autore, provocatoriamente, conia il termine «*crowdbanking*», con cui allusivamente e sarcasticamente ridefinisce il fenomeno in questione.

⁵⁸ In base ai dati del Registro delle Imprese, le start-up innovative iscritte alla sezione speciale sono 4.369, mentre le PMI registrate sono 22. Pur trattandosi di figure giuridiche relativamente recenti, ben si comprende come una simile limitazione rischi di restringere eccessivamente il campo di applicazione del *crowdfunding*.