



**Politecnico
di Torino**

Politecnico di Torino

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale percorso Finanza
A.a. 2021/2022
Sessione di Laurea dicembre 2022

La disciplina dell'equity crowdfunding in Italia

Relatore:
Rossella Rivaro

Candidata:
Annalisa Visca 292916

| | |
|--|------------|
| ABSTRACT | 3 |
| I. IL FENOMENO CROWDFUNDING | 6 |
| 1. STORIA E DEFINIZIONE..... | 6 |
| 2. FORME ALTERNATIVE DI FINANZIAMENTO..... | 20 |
| 3. TIPOLOGIE ESISTENTI DI CROWDFUNDING E PIATTAFORME UTILIZZATE | 23 |
| 4. ESEMPI DI SUCCESSO ED INSUCCESSO..... | 26 |
| II. EQUITY-BASED CROWDFUNDING | 32 |
| 1. CARATTERISTICHE PRINCIPALI | 32 |
| 2. REGOLAMENTAZIONE IN ITALIA..... | 36 |
| 2.1. <i>Panoramica discipline vigenti</i> | 36 |
| 2.2. <i>A chi si rivolge l'equity-based crowdfunding italiano</i> | 45 |
| 2.2.1 Focus start-up s.r.l. innovative | 52 |
| 2.3. <i>Equity-based crowdfunding vs. servizio di collocamento</i> | 56 |
| 2.4. <i>Diritti e doveri dei soggetti coinvolti</i> | 60 |
| 2.4.1 Gestore del portale ed emittente | 60 |
| 2.4.2 Investitore..... | 68 |
| 3. REGOLAMENTAZIONE ESTERA..... | 72 |
| 3.1. <i>Stati Uniti d'America</i> | 73 |
| 3.2. <i>Regno Unito</i> | 75 |
| 3.3. <i>Germania</i> | 76 |
| 3.4. <i>Francia</i> | 78 |
| 3.5. <i>Spagna</i> | 80 |
| III. PROSPETTIVE DELL'EQUITY-BASED CROWDFUNDING | 82 |
| 1. PROBLEMI PRINCIPALI E PROPOSTE RISOLUTIVE | 82 |
| GLOSSARIO ARTICOLI | 90 |
| BIBLIOGRAFIA | 103 |

Abstract

LA DISCIPLINA DELL'EQUITY CROWDFUNDING IN ITALIA

Il termine *Equity-based crowdfunding* identifica una forma di raccolta di capitale, per le imprese, alternativa ai tradizionali strumenti di finanziamento.

Trattandosi di un fenomeno di recente costituzione e riconoscimento, l'argomento è in continua evoluzione. Si rende dunque necessario, anche per la presenza di disaccordi e discussioni in merito, tentare di far ordine circa la disciplina di riferimento.

L'obiettivo principale dell'elaborato è presentare il funzionamento della disciplina attualmente vigente in Italia per regolamentare il fenomeno.

Il lavoro svolto unisce considerazioni ed analisi a stampo economico a considerazioni ed analisi di carattere giuridico.

Lo sviluppo dell'elaborato è stato suddiviso in sezioni.

La prima sezione dell'elaborato si concentra sul generale concetto di crowdfunding in modo da fornire una panoramica sull'argomento.

L'*equity-based crowdfunding* costituisce, infatti, una forma particolare del generico concetto. Questo è analizzato dapprima per origine e significato e successivamente da un punto di vista quantitativo grazie ad alcuni dati empirici derivanti da studi e ricerche. Alcuni casi, sia di successo che non, sono citati come esempio d'utilizzo dello strumento a finanziamento di progetti.

La seconda sezione dell'elaborato si concentra, invece, proprio sull'*equity-based crowdfunding* spiegandone il funzionamento e presentando le regolamentazioni attualmente vigenti in Italia con annesse evoluzioni subite nel corso del tempo.

Nello specifico, si riportano i requisiti necessari per accedere a questa forma di finanziamento e da quali soggetti sono rispettati, oltre che i diritti e doveri, per tutte le parti coinvolte, derivanti dall'utilizzo dello strumento come raccolta di capitale per progetti imprenditoriali. La sezione include anche un richiamo alle regolamentazioni di altri Paesi, europei ed extra europei.

In conclusione, l'ultima sezione dell'elaborato analizza vantaggi e svantaggi del fenomeno presentando quindi sia i problemi che esso comporta, che le soluzioni introdotte.

Considerando le varie interpretazioni del fenomeno, si arriva poi a proposte risolutive per un utilizzo ottimale dello strumento.

THE REGULATION OF EQUITY CROWDFUNDING IN ITALY

The term *Equity-based crowdfunding* defines a way to raise capital for enterprises that is an alternative option to standard financial tools.

The subject is continuously evolving since it has been recently made up and recognized. For that and other reasons, like disagreements and discussion on the matter, organizing the regulation of equity crowdfunding is essential.

The paper's main goal is to show how current Italian equity-based crowdfunding regulation works.

The composition puts together economic and juridical observations.

The progression of the paper is shared in three sections.

The first one focuses on the word crowdfunding in general so that the reader can have an overview on the subject.

Equity-based crowdfunding is, in fact, a particular form of the general crowdfunding concept. The general concept is first analyzed for its origin and meaning, then it is analyzed in a quantitative way through empirical data gathered from studies and research. There are some cases, both successful and not successful, used as example to show how crowdfunding works as a financial mean.

The second one focuses directly on equity-based crowdfunding: how it works and which Italian regulations are effective at the moment and how they evolved from the beginning. In particular, what's required to access this form of financing and who satisfies these requirements, rights and duties for everyone involved in the process of crowdfunding, i.e. raising capital to finance business projects. This section also includes regulations from other countries, both European and not European.

In conclusion, the third and last one identifies pros and cons of using crowdfunding as a financial tool. Here the reader can find both problems, linked to crowdfunding, and solutions to them: there are a lot of interpretations about it, so gathering them all means having a determined proposition to optimize the financial tool.

I. Il fenomeno crowdfunding

1. Storia e definizione

Il termine *crowdfunding* esprime un concetto la cui origine¹ risale all'Ottocento quando lo scrittore irlandese Jonathan Swift ideò l'Irish Loan Fund ovvero un fondo realizzato da micro-finanziamenti da parte delle istituzioni dell'epoca con l'obiettivo di contrastare il problema della povertà.

Successivamente, a fine Ottocento, Joseph Pulitzer elevò il concetto al significato che gli si attribuisce più comunemente al giorno d'oggi: egli lanciò una campagna atta alla creazione di un fondo attraverso il quale poter finanziare l'installazione della Statua della Libertà.

Con la pubblicazione della campagna di raccolta sul proprio giornale nel 1884, Pulitzer definì un ammontare di denaro target pari al valore di centomila dollari e promise, in cambio della partecipazione al finanziamento ma indipendentemente all'importo conferito, un reward consistente nel veder stampato il proprio nome sul giornale. Il raggiungimento della cifra prefissata si ebbe dopo cinque mesi di campagna e contò la partecipazione di centoventimila persone, l'80% delle quali prese parte al finanziamento dell'opera apportando un solo dollaro.

Nel secolo successivo il fenomeno continuò a svilupparsi negli Stati Uniti d'America: un esempio di utilizzo del crowdfunding a noi più vicino avvenne nel 1997 quando il gruppo musicale I Marillion, trovandosi in condizioni economiche precarie, venne supportato nel sostenere i costi di registrazione e diffusione del nuovo album da fan americani. Questi, tramite il web, riuscirono a raccogliere circa sessantamila dollari. Considerato il successo della campagna, anche i successivi album musicali vennero finanziati con la stessa modalità.

Altri progetti, principalmente in ambito artistico, furono finanziati tramite crowdfunding e nel 2001 venne presentata la prima piattaforma interamente dedicata al fenomeno di raccolta del capitale.

¹ Cfr. Ughetto Elisa, *Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022*; Greselin Anna, Di Brina Leonardo, *Equity crowdfunding- La disciplina delle start up innovative*.

Soltanto nel 2006, però, la parola *crowdfunding* venne davvero coniata per essere associata al concetto che vuole esprimere oggi e nonostante il fenomeno di per sè esista da molto tempo, è solo nei tempi moderni che sta acquisendo maggior popolarità perchè reso più efficiente dalle tecnologie oggi messe a disposizione: il web ed i portali online.

La definizione del concetto di crowdfunding non è univoca.

La parola si compone di due termini in lingua inglese: *crowd* ovvero folla e *funding* ovvero finanziamento, perciò in italiano la si può tradurre in *finanziamento collettivo*.

Il concetto è comunemente inteso come una call aperta sul web che dà la possibilità di supportare una specifica iniziativa grazie ad elargizione monetaria. Ciò significa che l'obiettivo del crowdfunding è di raccogliere capitale attraverso una piattaforma online per finanziare iniziative di vario genere coinvolgendo un grande numero di persone².

Poter finanziare servendosi della presenza di Internet facilita il processo in quanto permette investimenti su progetti a distanza, eliminando così limitazioni e rischi di imbattersi nell'*home bias*³, oltre che consentire ai soggetti che vi ricorrono di non rivolgersi alla banca o al mercato finanziario locale per ottenere prestiti e/o finanziamenti bensì di poter contare sul supporto di tanti piccoli soggetti autonomi nella scelta di somma di denaro da investire⁴.

Per questi motivi il crowdfunding viene visto come democratizzazione della finanza⁵ dove la partecipazione di investitori non professionali sostiene la creatività di persone ed imprese o organizzazioni attraverso un mezzo tecnologico, quale il portale online, che favorisce l'incontro fra la domanda e l'offerta di capitale.

²Cfr. Laudonio Aldo, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino – americane*, Elif Härkönen, *Regulating Equity Crowdfunding Service Providers - An Innovation-Oriented Approach to Alternative Financing*.

³ Con il termine *home bias* s'intende la tendenza, da parte dell'investitore, di investire in titoli nazionali senza quindi diversificare in titoli esteri. (<https://www.investopedia.com/terms/h/homebias.asp>).

⁴ Cfr. Ughetto Elisa, *Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022*.

⁵ Cfr. Roberto De Luca, *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*.

Allora il meccanismo può essere considerato un fenomeno ibrido⁶: un mix fra microfinanza e crowdsourcing.

La microfinanza ha per obiettivo il sostegno alla crescita e lo sviluppo economico di soggetti 'poveri' che diversamente non avrebbero possibilità di accedere al tradizionale credito. Tali soggetti sono tipicamente piccoli imprenditori a cui vengono concessi prodotti e servizi finanziari in forma di microcredito a tassi agevolati. Gli importi concessi sono modesti e mediamente variano tra i dieci ed i cento dollari, non è richiesta alcuna garanzia al credito ed i costi dell'operazione sono quasi nulli: ciò consente agli imprenditori di poter restituire il credito ottenuto in piccole rate ravvicinate e ridurre così la probabilità di insolvenza.

Il successo della microfinanza è dimostrato dalla percentuale di insolvenza che è stata registrata come inferiore al 5%⁷.

Il crowdsourcing definisce il supporto ad imprenditori che non riescono ad accedere ai tradizionali strumenti di finanziamento, dato da un gruppo indefinito di persone componente la comunità online. Il gruppo supporta economicamente l'imprenditore e suggerisce soluzioni ai problemi d'impresa in quanto la comunità può comporsi di esperti in un particolare ambito, soggetti professionisti e volontari, senza che vi sia alcun limite alla partecipazione.

Nel crowdfunding mediamente ogni individuo investe cento dollari ed in questo modo il range di raccolta del capitale può variare dai diecimila ai centomila dollari, con una media raccolta di cinquantamila dollari⁸. Va menzionata, tuttavia, la presenza di iniziative che nel tempo sono riuscite ad ottenere cifre record superiori al milione di dollari per raccolta.

Ma oltre ad essere strumento di raccolta del capitale, il crowdfunding è anche utile per il marketing di progetto⁹ in quanto coinvolgendo il pubblico si ha la possibilità di arrivare all'attenzione dei mass media e creare così una rete di

⁶ Cfr. Ughetto Elisa, *Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022*; Greselin Anna, Di Brina Leonardo, *Equity crowdfunding- La disciplina delle start up innovative*.

⁷ Sul tema, Andreani A., Pelligra V., *Microfinanza dare credito alle relazioni*.

⁸ Cfr. Ughetto Elisa, *Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022*.

⁹ Cfr. Coursera, *The Importance of the "Crowd" in Crowdfunding-Module 1*, consultabile al seguente indirizzo: <https://www.coursera.org/lecture/wharton-crowdfunding/the-importance-of-the-crowd-in-crowdfunding-DyLpE>.

conoscenze utile alla ricerca di partner industriali e di sviluppo della customer base.

Vi sono, infatti, multinazionali che con una open call sul web sfruttano proprio l'effetto derivante dalla creazione di una community per ottenere idee, soluzioni ed in generale feedback per migliorare l'interconnessione fra l'azienda ed i potenziali clienti: per esempio, grazie ai feedback ricevuti è possibile effettuare una stima della quantità di domanda che si avrà per un particolare prodotto/servizio oppure allo stesso modo interpretare la mancanza di interesse come il campanello d'allarme di un'iniziativa progettuale destinata al fallimento.

La realizzazione di una campagna crowdfunding coinvolge specifici soggetti¹⁰:
-*fundraiser* – soggetto che propone l'idea di progetto che necessita di finanziamento per essere realizzato;

-*backers* – coloro i quali supportano l'idea sia in modo finanziario che no;

-*piattaforma* – ruolo d'intermediario alla transazione fra fundraiser e backers.

Nel dettaglio, si è osservato che: a) quando la figura di fundraiser è costituita da un gruppo di persone il finanziamento del progetto ha maggior successo rispetto alla situazione in cui il fundraiser è un singolo individuo¹¹; b) seppur la componente femminile in progetti in fase di avviamento sia rara, quando presente essa garantisce un aumento nella probabilità di successo della campagna poichè spesso i finanziatori sono soggetti all'omofilia: creator donna attrae finanziatrice donna (concetto valido anche per il sesso opposto e per il gruppo sociale di appartenenza che attrae suoi simili)¹²; c) lo scopo dichiarato dal fundraiser può essere profit o non profit e quest'ultima opzione solitamente comporta maggior successo per la campagna in quanto riguarda temi più d'interesse e vicinanza alla maggioranza dei partecipanti e risulta più orientato alla qualità predisponendosi target facilmente raggiungibili¹³; d) maggiore è la dimensione della propria rete di conoscenza e migliore sarà la

¹⁰ Cfr. Ughetto Elisa, Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022, Battisti Enrico, Graziano Elvira Anna, Christofi Michael, *Equity crowdfunding platforms and social media: a Twitter analysis*.

¹¹ Colombo et al., 2015, Frydrych et al., 2014

¹² Kuppuswamy & Mollick, 2015, Frydrych et al., 2014, Greenberg & Mollick, 2014, Colombo et al., 2015

¹³ Liao et al., 2015, Pitschner and Pitschner-Finn, 2014

probabilità di successo del progetto, nonostante le percentuali di partecipazione fra i conoscenti del fundraiser siano sempre piccole e prevalentemente costituite da amici e familiari che hanno un rapporto reale con la persona coinvolta nel progetto e sono ad essa legate anche emotivamente, tanto da non volerne rovinare la reputazione e dunque supportarla con maggior facilità¹⁴.

I backers sono la componente fondamentale per la riuscita di una campagna crowdfunding e talvolta, data la loro partecipazione, possono anche diventare co-sviluppatori del progetto. Essi aiutano a ridurre l'incertezza generale ed attrarre nuove risorse ovvero nuovi finanziatori. Per questa figura è importante la prossimità geografica poichè nonostante la presenza di Internet, e quindi la facilità di accesso a progetti lontani da sè, si è osservato che i contribuenti locali alla campagna tendono ad esserne proprio i primi finanziatori ed essere anche più generosi se la distanza fra fundraiser e backer è limitata, mediamente a circa tremila miglia¹⁵. Anche qui la spiegazione può trovarsi nell'omofilia che in questo caso si applica alla prossimità sociale e alla conoscenza del soggetto che richiede finanziamento per la propria iniziativa. Inoltre, quando tra i backers è possibile creare una community allora il progetto ha più probabilità di essere finanziato e quindi spesso individuare e comprendere le caratteristiche dei backers risulta fondamentale alla realizzazione dell'idea proposta¹⁶.

Per i backers partecipare al crowdfunding significa diversificare gli investimenti ed eventualmente, quando il servizio prevede un reward, godere del vantaggio di poter accedere in anticipo a prodotti o servizi offerti oltre che beneficiare di alcuni vantaggi fiscali a seguito dell'investimento effettuato.

Infine, la piattaforma crowdfunding, che funge da collegamento fra fundraiser e backers, non è unica. Esistono diversi portali online specializzati in crowdfunding e solitamente ognuno è orientato ad una tipologia specifica del fenomeno. La caratteristica in comune rimane, però, l'interesse al profitto e per tale ragione in base all'ammontare di finanziamento viene richiesta una

¹⁴Mollick, The Importance of the "Crowd" in Crowdfunding.

¹⁵Agrawal et al.,2015, Mendes Da Silva, 2015

¹⁶Jian & Shin, 2015

quota di commissione, *commission fee*, variabile dal 5% al 30% del capitale raccolto.

Le piattaforme online seguono regole diverse nel rispetto delle Autorità nazionali (e per quelle europee dell'ESMA¹⁷) ma ognuna deve dichiarare la politica di raccolta del capitale seguita¹⁸: a) meccanismo *All or Nothing* se l'ammontare di capitale raccolto è vincolato nell'utilizzo al raggiungimento della cifra target iniziale per cui qualora non si riuscisse a raggiungere il target vi è protezione del finanziatore al quale viene restituito l'ammontare conferito (*threshold pledge system* che permette anche al fundraiser di definire un target di riferimento realistico); b) meccanismo *Keep It All* se l'ammontare di capitale raccolto non è vincolato nell'utilizzo al raggiungimento della cifra target iniziale per cui anche non raggiungendo il target prefissato il fundraiser può ugualmente usufruire della cifra raccolta.

Esiste anche la possibilità di riuscire a raccogliere una cifra superiore al target prefissato ad inizio campagna che viene definita come *overfunding*. Il meccanismo *Keep It All* è comunque mediamente più diffuso.

Per poter usufruire del servizio di crowdfunding è necessario seguire alcune procedure¹⁹: dopo aver elaborato la campagna di progetto, si sceglie la piattaforma a cui affidarsi. La scelta della piattaforma dipende dalla quota di commissione da essa richiesta, perchè il fundraiser quantifica i propri fabbisogni monetari sulla base dei costi di sviluppo del progetto e dei costi del servizio crowdfunding²⁰, e dal tipo di finanziamento desiderato in base alla posizione che si occupa nel ciclo di vita d'impresa. Le imprese emergenti, più

¹⁷ European Securities and Markets Authority rappresenta l'Autorità di Vigilanza del Sistema Europeo finanziario ed ha il compito di determinare la legislazione europea per garantire coerenza nel diritto comunitario oltre che salvaguardarne la stabilità. Tale salvaguardia è garantita da integrità, trasparenza, efficienza, svolgimento ordinato di attività sul mercato finanziario e protezione dell'investitore. Dunque, l'ESMA mira a far convergere il ruolo delle Autorità di Vigilanza dei vari Paesi e collabora a stretto contatto con Autorità bancarie, assicurative e pensionistiche (EBA ed EIOPA). La sua sede è a Parigi. (<https://www.esma.europa.eu/>)

¹⁸ Cfr. Ughetto Elisa, Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022, Roberto De Luca, *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*, Tosto Francesco, *Equity crowdfunding in Italy: classes of shares and transfer procedures from the "intermediary registration" towards the development of a second market.*

¹⁹ Cfr. Tosto Francesco, *Equity crowdfunding in Italy: classes of shares and transfer procedures from the "intermediary registration" towards the development of a second market.*

²⁰ Il servizio di crowdfunding è comunque mediamente meno costoso rispetto ad un tradizionale servizio di intermediazione.

comunemente in fase di early stage, propendono per la tipologia di donation-based crowdfunding immediatamente seguita dalla tipologia reward-based crowdfunding. L'interesse ad un ritorno economico, invece, comporta la scelta di piattaforme specializzate in equity-based crowdfunding o lending-based crowdfunding, le quali risultano più appropriate per imprese che abbiano già superato la primissima fase di costituzione e si stiano concentrando sulla fase di sviluppo. Solitamente la scelta della piattaforma più adatta è anche basata su valutazione di combinazione fra valore sociale e valore economico: come già anticipato e mostrato nell'immagine qui sotto, un alto valore economico predispone alla scelta di piattaforme specializzate in equity-based crowdfunding mentre l'alto valore sociale è preferito nel caso di crowdfunding basato su donazioni.

| | | Economic Value | |
|--------------|------|----------------|--------|
| | | Low | High |
| Social Value | Low | Reward | Equity |
| | High | Donation | Debt |

(Figura)²¹

Indipendentemente dalla tipologia di crowdfunding, il meccanismo di utilizzo e funzionamento del servizio è piuttosto standard²²: il richiedente fa richiesta di finanziamento sulla piattaforma online scelta e definisce un ammontare di denaro target; la piattaforma di crowdfunding valuta il progetto e decide se accettare o rifiutare l'offerta; se accettata, l'offerta di progetto viene caricata e pubblicata online in modo che i potenziali finanziatori possano esserne a conoscenza e possano valutarne l'eventuale supporto; solitamente il progetto ha un tempo limitato di raccolta del capitale che viene indicato sulla pagina di

²¹ Meyskens, Bird (2015), Choice of the platform p.163.

²² Cfr. Ughetto Elisa, Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022, Tosto Francesco, *Equity crowdfunding in Italy: classes of shares and transfer procedures from the "intermediary registration" towards the development of a second market.*

pubblicazione ed al termine del quale verrà valutata la possibilità di finanziare o meno l'iniziativa in base al denaro raccolto e agli accordi presi fra le parti coinvolte.

L'indicazione sul tempo limitato di raccolta del capitale non è l'unica informazione presente sulla pagina di pubblicazione del progetto perchè ogni iniziativa ha appunto uno spazio appositamente dedicato su pagina web della piattaforma in cui raccogliere alcune indicazioni, che a seconda delle regole del portale potranno variare, ma che in linea di massima riguardano *a)* descrizione dell'iniziativa, talvolta correlata a video, *b)* numero di backers che vi stanno partecipando, *c)* informazioni sul soggetto che ne è fundraiser (come il curriculum vitae, pagina LinkedIn), *d)* cifra di ammontare raccolta fino a quel momento, *e)* eventuali informazioni sul reward.

Secondo Sarah Miester²³, funzionaria commerciale della piattaforma Indiegogo, è importante che le piattaforme di crowdfunding siano flessibili ed in grado di offrire un servizio di supporto alla strategia da implementare ed al marketing.

Essendo il progetto in cerca di finanziamento presentato attraverso una campagna, la narrativa utilizzata risulta fondamentale per comunicare la passione che si vuole trasmettere e facilitare l'interazione con i finanziatori, i quali apprezzeranno essere aggiornati circa il progresso del progetto. Si è osservato²⁴ che sia gli investitori professionali che i comuni backers sono interessati al finanziamento degli stessi progetti: mentre i professionisti contano sulla propria esperienza e sono in grado di minimizzare il rischio intrinseco dei vari progetti, i backers hanno migliore capacità di ampliare la propria visione ed individuare iniziative la cui probabilità di successo è migliore. Porre così tanta attenzione sul singolo progetto permette, inoltre, di individuare in modo più rapido eventuali truffe, le quali dovranno, però, poi essere portate all'attenzione e verifica della piattaforma. Da ciò ne consegue che le piattaforme in cui vi è poca interazione da parte dei backers avranno più difficoltà nell'identificare e denunciare casi di frode.

²³Sul tema, *Interview with Sarah Miester*, consultabile al seguente indirizzo: <https://www.coursera.org/lecture/wharton-crowdfunding/interview-with-sarah-miester-VvQR5>.

²⁴ Mollick, Crowdfunding. Fraud and failure: why the crowd can be smart.

Il criterio secondo cui i progetti vengono presentati sulla piattaforma di riferimento segue il concetto di *information cascade*²⁵: a seconda dell'incertezza che caratterizza veridicità ed affidabilità delle informazioni che sono state condivise fra le parti e successivamente verificate (nel complesso o solo in parte) ed a seconda della sequenzialità di tali informazioni, il progetto assumerà una posizione diversa nella lista di progetti in cerca di finanziamento e nell'ipotesi in cui dovesse porsi in cima ad essa otterrà maggior supporto e si predisporrà quindi alla partecipazione di più soggetti incrementando così la propria popolarità e visibilità.

Il servizio di crowdfunding a disposizione di un progetto è caratterizzato sia da vantaggi che svantaggi²⁶.

I vantaggi comprendono: *a)* la possibilità di poter ottenere risorse monetarie a basso costo, *b)* la ricezione di feedback ed opinioni di riscontro da parte della community creata, *c)* l'accesso alla clientela preliminare al lancio di un prodotto sul mercato ufficiale che permette di sondare il range di prezzo e le quantità in domanda che si dovranno affrontare poi sul mercato, fungendo così da vero strumento di marketing per testare la reazione della futura clientela.

Gli svantaggi, però, riguardano: *a)* la necessità di definire alcune disclosures circa la protezione del progetto, *b)* ottenere feedback sì utili ma non di carattere professionale come invece accade quando vi è coinvolgimento di Venture Capitalists²⁷ e Business Angels²⁸, i quali apportano la propria esperienza nello sviluppo e nella realizzazione di un'idea, *c)* il denaro ed il tempo richiesti nella formulazione di una campagna che possa suscitare l'interesse di backers, *d)* la possibilità di non ottenere successo e quindi non

²⁵ Cfr. Ughetto Elisa, Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022.

²⁶ Cfr. Ughetto Elisa, Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022.

²⁷ È definito Venture Capitalist l'investitore professionista e di grande disponibilità economica che effettua investimenti in imprese non quotate sul mercato azionario al fine di ottenere sul lungo- medio termine un exit dall'investimento soddisfacente. Il capitale apportato da questo soggetto è tipicamente destinato alla fase di avvio o alla fase di crescita di un'attività imprenditoriale, solitamente per settori ad elevata componente innovativa e tecnologica con alte probabilità di successo.

²⁸ È definito Business Angel il soggetto professionista per esperienza, quale imprenditore, manager, che investe in società rischiose appartenenti a settori innovativi e tecnologici per ottenere sul medio-lungo termine un guadagno.

far decollare il progetto come da aspettative rischiando di rovinare la propria reputazione.

La valutazione del successo di una campagna di crowdfunding²⁹ non è empiricamente semplice da determinare poichè vi sono una serie di elementi che vengono presi in considerazione e, a seconda del caso, pesati in modo differente. Tali elementi riguardano *a)* il contenuto e la qualità del progetto, *b)* il numero di backers finanziatori che vi partecipano, *c)* l'ammontare in denaro raccolto, *d)* la presenza o meno di un elemento rewarding, *e)* i dettagli e la presentazione del progetto, *f)* il tempo richiesto alla campagna per ritenersi conclusa.

A titolo d'esempio, conferire un reward - specialmente se tangibile, materiale - favorisce il successo della campagna poichè incentiva alla partecipazione; l'elemento temporale viene percepito in modo differente a seconda dell'area geografica di riferimento: gli Stati Uniti d'America prediligono campagne di durata ridotta per massimizzare la probabilità di successo mentre, al contrario, in Cina è una campagna di crowdfunding di lunga durata ad impattare positivamente la probabilità di successo³⁰.

Non va dimenticato che, in ogni caso, la campagna di crowdfunding costituisce il punto di partenza e cioè la fase iniziale di un progetto di business che per essere valutato positivamente ed essere definito tale deve mirare alla scalabilità e ad avere un impatto durevole nel tempo.

Il crowdfunding sta creando un proprio mercato in forte sviluppo: negli ultimi dieci anni si è osservata una crescita esponenziale del fenomeno.

Nel 2015 il mercato aveva un valore di oltre trenta miliardi di dollari e si prevede che entro il 2025 si possa arrivare alla cifra di novantatré miliardi di dollari in denaro raccolto tramite campagna crowdfunding³¹.

Secondo alcune ricerche condotte sull'argomento³², il valore di mercato del crowdfunding conta sull'apporto principale, circa il 75%, del Regno Unito

²⁹ Cfr. Ughetto Elisa, Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022.

³⁰ Fryfrych et al.,2014, Mollick, 2014, Liao et al.,2015.

³¹ Dati derivanti da uno studio commissionato dalla World Bank.

³² The European Alternative Finance Benchmarking Report, Università di Cambridge, 2015.

mentre la tipologia più utilizzata è il peer to peer lending crowdfunding, a cui seguono nell'ordine reward-based crowdfunding, lending-based crowdfunding ed infine equity-based crowdfunding con valore di credito al consumo pari a circa ottantatré milioni di euro.

Nonostante l'impatto globale, la crescita del fenomeno si differenzia in base all'area geografica: per esempio come mostrato nella figura qui sotto, gli Stati Uniti d'America primeggiano per volumi e dimensione grazie al miglior sviluppo di piattaforme necessarie alla propagazione del fenomeno mentre l'Asia primeggia per velocità di sviluppo e diffusione.



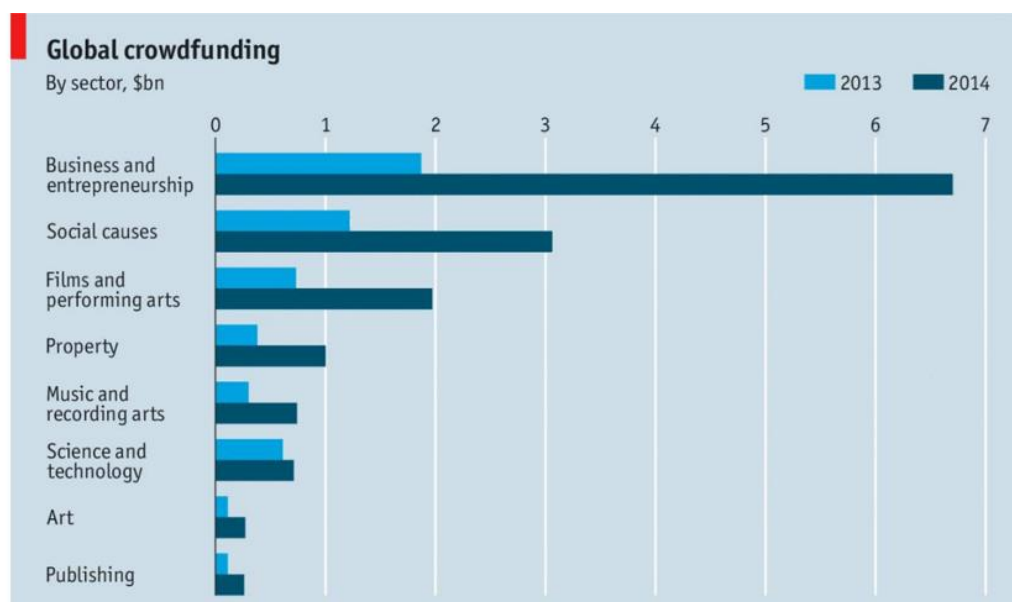
(Figura)³³

Mentre per quanto riguarda i settori coinvolti³⁴, essi sono molteplici. Il fenomeno crowdfunding è trasversale e la sua applicazione non prevede reali limitazioni: principalmente interessa gli ambiti artistico, business entrepreneurship e sociale, i quali risultano essere adatti ad una forma di finanziamento a raccolta del capitale mentre l'ambito tecnologico, che non è comunque escluso, predilige finanziamenti più cospicui nella forma di capitale proveniente da Venture Capitalists e Business Angels.

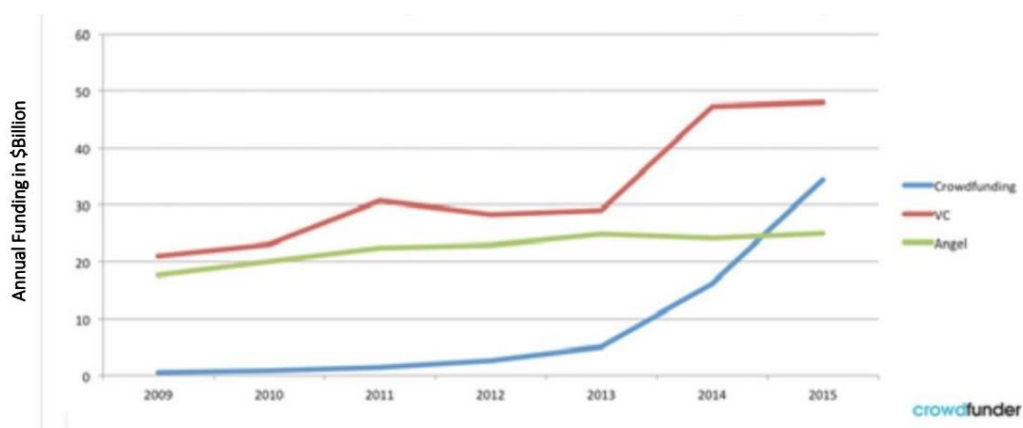
³³ Ughetto Elisa, Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022.

³⁴ Cfr. Ughetto Elisa, Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022, Tosto Francesco, *Equity crowdfunding in Italy: classes of shares and transfer procedures from the "intermediary registration" towards the development of a second market.*

Le figure sotto riportate mostrano, appunto, il valore, in dollari, del mercato crowdfunding confrontato per gli anni 2013 e 2014 suddiviso per settori ed il volume annuale di finanziamenti apportati dalle figure di investitori professionali, quali Venture Capitalists e Business Angels, e dal crowdfunding sempre suddivisi per anno.



(Figura)³⁵



(Figura)³⁶

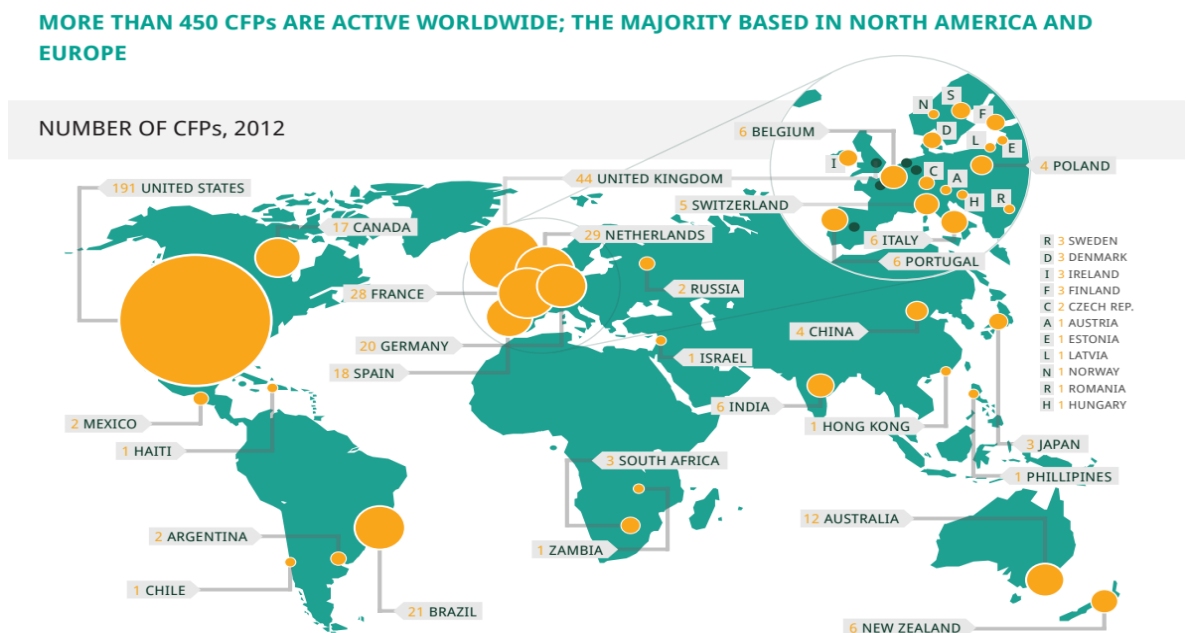
Per quanto riguarda, invece, lo sviluppo e la diffusione di piattaforme specializzate in crowdfunding, le figure sottostanti mostrano l'area geografica

³⁵ Massolution, Economist.com

³⁶Ughetto Elisa, Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022.

di maggior concentrazione. Gli Stati Uniti d’America, come già accennato, sono sicuramente la zona geografica in cui trovare con maggior probabilità i portali online di servizio crowdfunding. Mentre se ci si riferisce alla tipologia di piattaforma, si nota come siano le piattaforme specializzate in reward-based crowdfunding ad aver ottenuto maggior tasso annuo di crescita composta (CAGR³⁷).

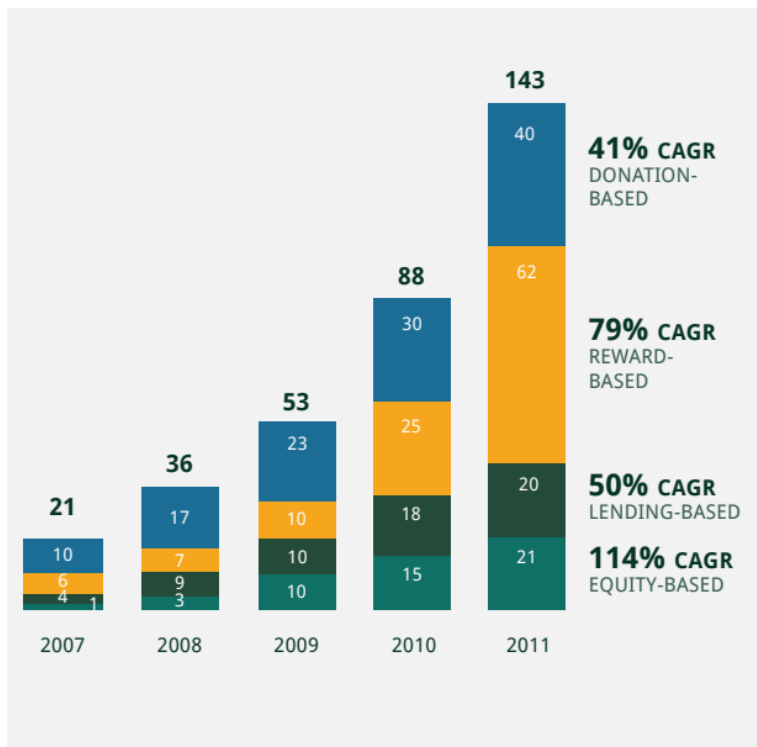
È importante notare, però, che entrambe le figure rappresentano una situazione antecedente all’emanazione di disciplina per regolamentare il fenomeno di equity-based crowdfunding.



(Figura)³⁸

³⁷ Per CAGR si intende il tasso annuo di crescita composto ovvero la crescita percentuale media di una particolare grandezza in un determinato lasso di tempo e calcolato come $[(\text{crescita}/\text{valore iniziale})^{1/\text{tempo}}] - 1$.

³⁸ Crowdfunding.org Directory of Sites as of April 2012.



(Figura)³⁹

Infine, per conoscere la dimensione del fenomeno crowdfunding nel mondo ed i relativi flussi finanziari si fa riferimento al Massolution Report. Esso rappresenta un documento contenente dati storici su scala globale e definisce indicatori utili per effettuare stime sulle tendenze del futuro prossimo. Viene redatto dalla società di consulenza crowdsourcing.org, specializzata appunto in crowdfunding.

³⁹ Massolution 2012

2. Forme alternative di finanziamento

La necessità di dover ricorrere ad un metodo di finanziamento come il crowdfunding deriva dal fatto che le imprese di nuova costituzione, e più comunemente le start-up per la loro rischiosità, hanno difficoltà a reperire capitale e risorse monetarie necessarie all'avviamento dell'attività tramite i canali tradizionali⁴⁰.

Vi sono alcune problematiche di sistema che hanno reso necessario pensare ad una forma di raccolta del capitale alternativa che soddisfi le esigenze della società in crescita: secondo il Decreto Crescita bis – d.l. 18 ottobre 2012, n.179 – si tratta di *“straordinaria necessità ed urgenza di emanare ulteriori misure per favorire la crescita, lo sviluppo dell'economia e della cultura digitali, attuare politiche di incentivo alla domanda di servizi digitali e promuovere l'alfabetizzazione informatica, nonché per dare impulso alla ricerca e alle innovazioni tecnologiche, quali fattori essenziali di progresso e opportunità di arricchimento economico, culturale e civile e, nel contempo, di rilancio della competitività delle imprese”*.

Nei Paesi diversi dall'Italia, il mercato del capitale può contare sulla forte presenza di finanziatori professionisti specializzati in investimenti early stage ovvero investimenti per imprese che si stanno avviando sul mercato e puntano a svilupparsi su di esso. Tra le figure di investitori professionali più conosciute vi sono i Venture Capitalists ed i Business Angels, i quali grazie alla propria ricchezza riescono a colmare la differenza di risorse finanziarie dovuta al razionamento del credito bancario con iniezioni di capitale nella forma di equity.

Purtroppo, in Italia quest'alternativa risulta difficilmente applicabile poichè le figure di investitori professionali oltre a non essere ancora particolarmente diffuse risultano soprattutto poco attive sul mercato italiano. La loro offerta è in realtà insufficiente alla domanda di risorse finanziarie avanzata dai progetti.

⁴⁰ Cfr. Tosto Francesco, *Equity crowdfunding in Italy: classes of shares and transfer procedures from the “intermediary registration” towards the development of a second market*, Mozzarelli Michele, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*.

Inoltre, essendo l'Italia considerata un Paese bank-based ovvero il cui sistema di finanziamento imprenditoriale è fortemente dipendente dal capitale di debito offerto dalle banche, il mercato del capitale di rischio rappresentato dal mercato azionario è debole. Vi sono, infatti, poche imprese italiane quotate in Borsa e pochi individui che autonomamente decidono di investire le proprie ricchezze in azioni a sostegno e supporto di tali imprese. Ciò è anche dovuto al fatto che l'importanza del ruolo della finanza è strettamente legato al ruolo del sistema legislativo ed in particolare della protezione offerta da tale sistema all'investitore. Nel nostro Paese questo tema non è particolarmente sviluppato proprio per la difficoltà di attuare efficace protezione, secondo la legge in vigore, sia nei confronti degli imprenditori che degli investitori.

All'Italia non resta dunque che accedere al finanziamento bancario, ma a seguito della crisi finanziaria del 2008 anche i volumi dei prestiti bancari si sono fortemente ridotti ed oggi il credito viene concesso al soddisfacimento di alcuni requisiti, quali collaterali di garanzia, solidità patrimoniale e bassa rischiosità, buona reputazione ed affidabilità di pagamento, che un'impresa nelle sue prime fasi di vita non riesce a soddisfare. Anche il prestito bancario diventa pertanto inaccessibile ed estremamente costoso.

Per queste ragioni lo scenario italiano risulta poco attrattivo: le idee innovative faticano a trovare aiuto e supporto nel vedersi realizzate e gli individui in possesso di ricchezza da voler investire rimangono abbandonati a sé stessi.

L'imprenditore italiano che intende avviare un'attività imprenditoriale deve far fronte a lunghe e complesse procedure burocratiche per veder realizzato il suo progetto e tali procedure imposte dal sistema italiano risultano molto più complicate di quanto non avvenga per altri Paesi europei.

A titolo esemplificativo, il regime che disciplina le società per azioni risulta poco flessibile e tende a complicare il rapporto fra imprenditore in cerca di finanziamento e finanziatore in cerca d'investimento, impedendone sostanzialmente l'incontro; allo stesso modo la disciplina sulla bancarotta, nonostante sia stata recentemente modernizzata, risulta ancora di poco beneficio all'imprenditore: essa non costituisce un vero e proprio strumento in grado di permettergli, in caso di fallimento, di poter applicare le lezioni imparatae dall'esperienza passata ma spesso, al contrario, gli impedisce di proseguire nella crescita imprenditoriale ed economica con conseguenze per

l'intero sistema; infine, non è trascurabile nemmeno l'efficacia in termini temporali del sistema giuridico italiano che rappresenta un ulteriore elemento di disincentivo per l'avvio di nuove forme di business che si aggiunge alla possibilità, poco remota, di essere posti sotto giudizio di un giudice non tecnicamente formato per poter valutare la situazione.

3. Tipologie esistenti di crowdfunding e piattaforme utilizzate

Il fenomeno del crowdfunding esiste in forme diverse, distinte in base all'obiettivo di raccolta del capitale⁴¹:

Donation-based crowdfunding – presenta natura filantropica in quanto per il finanziatore non vi è remunerazione di alcun tipo. Solitamente è la forma di crowdfunding preferita ed utilizzata dalle organizzazioni no profit che avviano campagne dall'ammontare di raccolta limitato, usufruendo di piattaforme adeguate come GoFundMe⁴² (la quale supporta specialmente iniziative alla cura medica, progetti personali e sociali, proposte d'aiuto a seguito di disastri ambientali) e Patreon⁴³ (specializzata nel supporto di persone con disabilità o problematiche di altro tipo, progetti artistici e/o civici). Questa forma di crowdfunding non richiede, per ora, una regolamentazione apposita.

Reward-based crowdfunding - tipologia di crowdfunding più diffusa e versatile in cui è prevista una ricompensa al finanziamento. Questa può essere costituita da reward tangibile (solitamente lo stesso prodotto/servizio o un suo prototipo) oppure reward simbolico (riconoscimento privato o pubblico, applicazione di sconti sui prodotti/servizi) con funzionamento simile alla prevendita poiché si finanzia un prodotto e/o un servizio che si ha intenzione di acquistare successivamente. Spesso il reward è proporzionale al finanziamento conferito. Le piattaforme principali per questa tipologia di crowdfunding sono Kickstarter⁴⁴ e Indiegogo⁴⁵.

Equity-based crowdfunding – consiste in finanziamento richiesto da impresa (non permesso ai singoli individui) sotto forma di capitale di rischio e promessa di remunerazione sotto forma di partecipazioni della società supportata. Qui vi è maggior possibilità di guadagno per il finanziatore che si

⁴¹ Cfr. Tosto Francesco, *Equity crowdfunding in Italy: classes of shares and transfer procedures from the "intermediary registration" towards the development of a second market*, Ughetto Elisa, Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022, Greselin Anna, Di Brina Leonardo, *Equity crowdfunding- La disciplina delle start up innovative*.

⁴² <https://www.gofundme.com/it-it>

⁴³ <https://www.patreon.com/it-IT>

⁴⁴ <https://www.kickstarter.com/>

⁴⁵ <https://www.indiegogo.com/>

aspetta di poter beneficiare della futura distribuzione dei dividendi e poter ottenere un ritorno economico dall'investimento iniziale pari alla differenza fra il prezzo d'acquisto e il prezzo di mercato delle azioni ottenute sulla piattaforma. Tale aspettativa è, però, rapportata al maggior rischio a cui ci si espone. Le partecipazioni ottenute potranno essere vendute in transazioni private o in successive IPOs⁴⁶. Per questo motivo l'interesse ed incentivo da parte dei finanziatori di equity-based crowdfunding è maggiore rispetto all'incentivo presente nelle altre forme di crowdfunding. L'equity-based crowdfunding segue una regolamentazione specifica e costituisce la tipologia di crowdfunding di più recente costituzione e miglior alternativa al tradizionale finanziamento di mercato in quanto presenta caratteristiche molto simili all'investimento in titoli azionari. Le piattaforme più famose della categoria sono CrowdCube⁴⁷ e Seedr⁴⁸.

Lending-based e Peer to peer lending crowdfunding – consiste nel concedere somme di denaro in prestito in cambio di ritorno economico ottenuto nella forma di tassi d'interesse ad esso applicati. Tali tassi di interesse risultano inferiori rispetto alla proposta del tradizionale mercato poichè il costo dell'intero finanziamento è minore ma per ogni richiesta si segue un meccanismo di definizione molto simile a quello utilizzato dal sistema bancario: la piattaforma assegna al richiedente prestito un livello di rischio determinato in base alla capacità di ripagare il prestito ottenuto, dalla storia creditizia e dal livello d'indebitamento corrente. Questa tipologia di crowdfunding, considerate le visioni contrastanti circa la sua applicazione, è considerata al limite della definizione del fenomeno.

Vi è una sottile differenza fra lending-based crowdfunding e peer to peer lending crowdfunding: il primo riguarda investitori privati che prestano denaro ad imprese che ne fanno domanda, pertanto il prestito è tipicamente destinato al finanziamento di progetti di vario tipo, mentre il secondo riguarda scambio di denaro fra privati.

⁴⁶ Initial Public Offering ovvero prima quotazione sul mercato azionario.

⁴⁷ <https://www.crowdcube.com/>

⁴⁸ <https://www.seedrs.com/>

Consistendo in un'intermediazione creditizia, il lending-based crowdfunding deve rispettare la normativa sul credito e viene vigilato dalla Banca d'Italia.

Per il peer to peer lending crowdfunding le piattaforme più conosciute sono Mintos⁴⁹ e Bondora⁵⁰.

Ogni tipologia di crowdfunding ha quindi caratteristiche che la rendono più o meno affine ad un determinato scopo⁵¹. Come mostrato nella tabella qui sotto, il lancio di prodotti e/o servizi innovativi può essere finanziato con tutte le forme di crowdfunding perchè nel caso di reward-based crowdfunding è promessa l'anteprima del prodotto/servizio presentato mentre nel caso di equity-based o peer to peer lending crowdfunding vi è comunque vantaggio per l'investitore dato dal rendimento che deriva dal successo del prodotto/servizio. Lo stesso ragionamento può applicarsi in ipotesi di volontà di espansione e conseguente richiesta di capitale. Quando, invece, i progetti sono particolarmente promettenti per il successo ed il profitto dell'impresa, si guarda principalmente all'aspetto economico ed al rendimento che ne deriva optando per equity-based e lending-based crowdfunding, così come nell'evenienza di dover ristrutturare il capitale ricercando un'alternativa al tradizionale prestito bancario per ridurre la quota di debito rispetto alla quota di equity.

| | Equity crowdfunding | Rewards crowdfunding | 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 | √ | | √ |

(Figura)⁵²

⁴⁹ <https://www.mintos.com/en/>

⁵⁰ <https://www.bondora.com/it/>

⁵¹ Cfr. Roberto De Luca, *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*.

⁵² Commissione Europea, *Il crowdfunding. Cosa è. Una guida per le piccole e medie imprese*, 2015

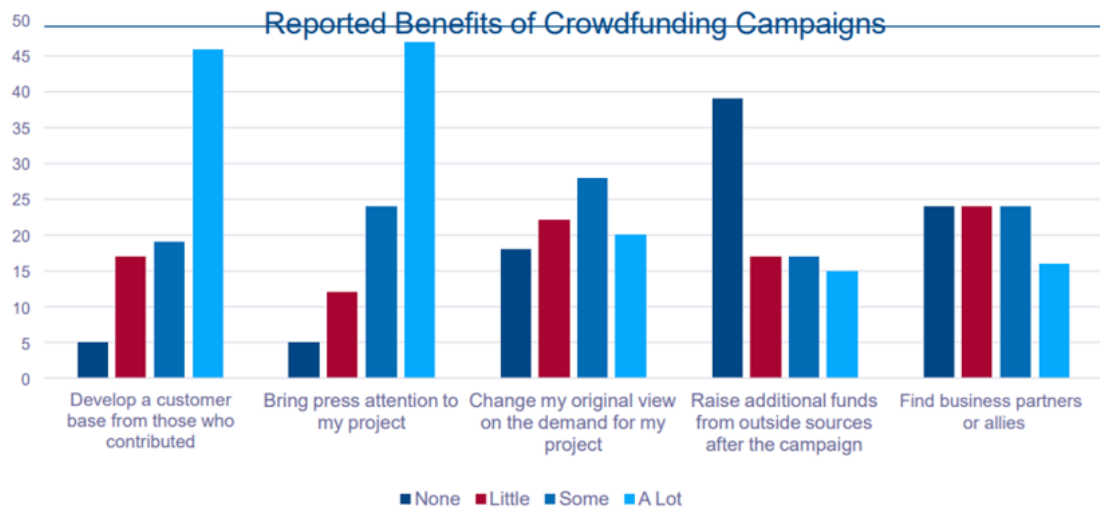
4. Esempi di successo ed insuccesso

La ragione secondo la quale si ricorre al crowdfunding non è unica.

Ethan Mollick, professore associato alla Wharton School of the University of Pennsylvania, è uno dei ricercatori che più si è interessato al tema del crowdfunding⁵³ raccogliendo testimonianze e somministrando sondaggi ai creatori di progetti che utilizzano la piattaforma Kickstarter per diffondere le proprie idee.

Dai suoi dati si rilevano le motivazioni che hanno portato a rivolgersi al metodo di finanziamento crowdfunding: la maggior parte delle persone intervistate lo fa per carriera o per motivazioni sociali. Ciò dimostra che l'obiettivo di raccolta non è quasi mai solo finanziario bensì legato anche a questioni da esso distanti.

Con il lavoro di Mollick ci si rende conto di quanto il crowdfunding sia uno strumento valido e funzionante in grado di apportare numerosi benefici, alcuni dei quali riportati nella figura seguente.



(Figura)⁵⁴

Vi sono molti casi di campagne di successo realizzate grazie a questo sistema che si sono poi sviluppate in veri e propri business imprenditoriali.

⁵³ Cfr. Ughetto Elisa, Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022.

⁵⁴ Mollick, Data from survey of successful crowdfunding projects raising over \$5,000 in design, technology, and game categories.

Per esempio, *Pebble* è stata una delle start-up di maggior successo finanziate da servizio crowdfunding sulla piattaforma Kickstarter con un ammontare raccolto di oltre dieci milioni di dollari⁵⁵.

Eric Migicovsky ebbe l'idea di realizzare uno smartwatch in grado di contenere e sintetizzare le informazioni tipicamente conservate sullo smartphone mentre andava in bicicletta. Si accorse infatti che manovrare il mezzo richiedeva la presenza di entrambe le mani sul manubrio rendendo quindi impossibile rispondere al telefono in totale sicurezza.

In questo modo lo smartwatch compatibile con Blackberry ebbe origine ed insieme ad esso l'azienda di Migicovsky, Allerta.

Per avviare il proprio progetto Eric ottenne l'appoggio di Venture Capitalists, i quali, però, in seguito si tirano indietro preferendo non rischiare di competere con Apple, Sony & Samsung.

Eric Migicovsky si rivolse allora alla piattaforma Kickstarter ponendosi come target di raccolta la cifra di centomila dollari. Ma in poco più di un giorno riuscì invece a raccogliere un milione di dollari provenienti da finanziatori che speravano di poter provare il prototipo di questo nuovo modello di smartwatch. Nelle ore ancora successive l'ammontare raccolto salì ulteriormente a dieci milioni di dollari coinvolgendo circa settantamila persone.

Migicovsky mantenne la propria promessa e realizzò il prodotto, comprendendo di non aver solo ottenuto le risorse finanziarie per poterlo realizzare ma anche feedback per migliorarne il design ed aver già costituito una solida clientela.

Ecco che il successo di Pebble deriva dall'approccio utilizzato dal fundraiser: Eric Migicovsky promuove in modo semplice un prodotto il cui prototipo è offerto a reward.

⁵⁵Cfr. Ughetto Elisa, Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022, Greselin Anna, Di Brina Leonardo, *Equity crowdfunding- La disciplina delle start up innovative, Pebble Smartwatch: The Serial Crowdfunded Superstar - Digital Innovation and Transformation*, consultabile al seguente indirizzo: <https://d3.harvard.edu/platform-digit/submission/pebble-smartwatch-the-serial-crowdfunded-superstar/>.

Grazie al consenso ottenuto dalla prima campagna, Pebble è poi tornato negli anni successivi su Kickstarter per ricercare il supporto ed il finanziamento di nuovi prodotti sequel.

Altro caso di successo in crowdfunding è rappresentato da *Brewdog*⁵⁶. Il birrifico scozzese garantiva, in cambio di finanziamento, partecipazioni alla società e conferiva una membership card attraverso la quale aver diritto ad una birra gratis nel giorno del proprio compleanno in pub convenzionati oltre che godere di uno sconto ordinario sulle birre. L'iniziativa attirò molti backers che contribuirono alla raccolta per un totale di oltre due milioni di sterline.

Nel tempo il successo portò ad un consolidamento della clientela e ad una successiva espansione dell'attività che decise di ampliarsi ed installarsi anche sul mercato americano, attirando così l'attenzione e l'interesse di Venture Capitalists che investirono nel marchio un miliardo di dollari.

Anche in questo caso, l'obiettivo dell'iniziativa è chiaro e noto fin dall'inizio e viene comunicato al pubblico in modo semplice con promesse di reward ottenibili nel breve periodo.

Infine, Christian Strevy è un regista che ha utilizzato KickStarter per finanziare la sua serie di cortometraggi *Gunner Jackson*⁵⁷.

Le prime risorse finanziarie utilizzate sono state ottenute sotto forma di borse di studio e donazioni ma non si sono rivelate sufficienti per finanziare l'intero progetto. Ecco che allora Strevy s'interessa a ciò che offre la piattaforma Kickstarter poichè l'approccio All or Nothing rende particolarmente incentivante l'attuazione del progetto.

Il lancio dell'iniziativa viene preparato in modo accurato e preciso facendo ricerca ed osservando i progetti di cortometraggio già presenti sulla piattaforma. In particolare, il fundraiser analizza cosa costituisce successo e cosa non suscita interesse nei potenziali finanziatori. Queste informazioni vengono poi combinate con i propri desideri ed obiettivi e la possibilità di

⁵⁶Cfr. *Success stories from crowdfunding (Ronald Kleverlaan)*, consultabile al seguente indirizzo: <https://www.youtube.com/watch?v=xB799IWdQWs>.

⁵⁷Cfr. Coursera, *Interview with Christian Strevy - Module 2*, consultabile al seguente indirizzo: <https://www.coursera.org/lecture/wharton-crowdfunding/interview-with-christian-strevy-JHcyV>.

offrire un reward appetibile. La scelta del reward, infatti, influenza la partecipazione della crowd e secondo Strevy, per esempio, un link a cui accedere non ha un reale valore, mentre prodotti tangibili come t-shirt o tatuaggi trasferibili con le immagini dei personaggi protagonisti della serie, possono costituire una ricompensa desiderabile ed incentivante alla partecipazione. Il contributo individuale richiesto da Strevy è di quindici dollari. In totale alla sua campagna partecipano circa centotrenta backers ma la maggior parte del denaro raccolto per il progetto deriva dalla famiglia e dagli amici. Strevy è comunque nelle condizioni di poter avviare le riprese ed effettuare le successive modifiche. La durata prevista per la realizzazione del progetto è di due anni, perciò, risulta importante mantenere la parola rilasciando subito i reward promessi ai backers e continuare ad aggiornarli circa l'evoluzione del piano.

Secondo Christian Strevy la piattaforma è stata determinante per la realizzazione del suo progetto e ne consiglia l'utilizzo.

Nonostante i numeri casi di successo, il crowdfunding rimane un metodo di finanziamento facilmente accessibile e perciò non è da escludere la possibilità di imbattersi in fundraisers non professionisti che possano proporre progetti di scarsa qualità. Ciò implica anche la possibile presenza di frodi⁵⁸, evenienza non tanto rara.

La piattaforma ospitante si fa carico di eseguire controlli e screening costanti per assicurare la qualità dei progetti offerti ma spesso la sua azione non è sufficiente: nella realtà la frode è quasi sempre scoperta grazie ai backers ed alla community creatasi.

Alcuni famosi casi di frode sono stati:

-Il caso *Kobe Red* – nel 2013 sulla piattaforma Kickstarter, la società Magnus Fun Inc richiede fondi per la Kobe Red, un particolare tipo di carne pregiata ricavata da bovini alimentati a mangime bio e birra. Il progetto riscuote

⁵⁸ Cfr. Ughetto Elisa, Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022, *Fraud and Failure: Why the Crowd Can be Smart - Module 4* consultabile al seguente indirizzo: <https://www.coursera.org/lecture/wharton-crowdfunding/fraud-and-failure-why-the-crowd-can-be-smart-NX4fK>.

successo poichè circa tremila persone decidono di partecipare e di finanziare l'idea apportando centoventimila dollari.

Compaiono commenti e feedback entusiasti circa il prodotto da realizzare, ma ben presto si scopre essere tutto finto: non vi è nessuna carne in produzione ed i commenti sono stati creati dalla stessa società per incentivare alla partecipazione. Le anomalie, in realtà, erano presenti fin dall'inizio poichè la pagina della campagna non presentava sufficienti informazioni circa la società fundraiser e sul progetto stesso, veniva richiesto contributo di partecipazione minimo e la sezione di interazione della community era popolata da account di nuova costituzione.

Presto, infatti, si scopre che la società utilizzava l'indirizzo e-mail di un'altra pagina ormai offline e non era registrata in California come invece dichiarato. Kickstarter decide di annullare la campagna chiudendo il progetto prima che la raccolta arrivi a scadenza. In questo modo i backers non persero il denaro d'investimento.

-Il caso *The doom that came to Atlantic city* – a maggio 2012 sulla piattaforma Kickstarter vi è una campagna di finanziamento per un gioco di società: il gioco è destinato ad avere successo in quanto si propone come versione migliorata di precedenti giochi di fantasia, come Lovecraft, e con caratteristiche simili a Monopoly, con un design accattivante.

L'obiettivo di raccolta dichiarato consiste in trentacinquemila dollari ma il progetto porta alla raccolta di oltre centoventimila dollari.

Gli aggiornamenti circa la realizzazione del progetto sono comunicati direttamente sulla pagina della piattaforma in cui è stata postata la campagna ma col tempo iniziano ad essere sempre meno frequenti, seppur ancora promettenti poichè riguardano l'evoluzione nella realizzazione materiale del gioco che si stava svolgendo in Cina.

A luglio 2013 il progetto viene dichiarato come annullato dai fundraisers in quanto la loro inesperienza nel settore complica la realizzazione di un progetto del genere. In compenso viene annunciata la volontà di realizzare una società che porti lo stesso nome del gioco da tavola. Ciò significa che i soldi dei backers saranno utilizzati per uno scopo diverso da quanto dichiarato ma secondo la policy della piattaforma in una situazione del genere è previsto un

rimborso per i finanziatori le cui tempistiche e modalità, però, rimangono incerte.

Molti backers insorgono in quanto si aspettavano di poter ottenere in anteprima un gioco e non sono d'accordo col finanziamento di una società tramite il loro denaro. In questo caso a conclusione interviene un'altra società che s'interessa al progetto e decide di finanziarlo privatamente promettendo una copia del gioco a tutti i backers rimasti delusi.

-Il caso *Asylum playing cards* - A Washington nel 2012 sulla piattaforma Kickstarter vi è una campagna per il finanziamento di un gioco di carte, promesso come reward dalla società Altius Management insieme ad altri gadget ad esso riferiti realizzati da un artista serbo.

Alla campagna partecipano ottocentodieci backers per una raccolta totale di circa venticinquemila dollari.

Anche in questo caso il progetto non viene realizzato ed i backers non ottengono ciò che era stato loro promesso: qui non vi sono nemmeno aggiornamenti nè comunicazioni circa l'evoluzione del progetto. Si tratta del primo caso di istanza per una causa legale a protezione del consumatore riguardante un caso di crowdfunding poichè in seguito si richiede che i backers vengano rimborsati e la società si faccia carico delle spese legali per aver portato all'attenzione dello Stato di Washington tale frode: la cifra che dovrà essere rimborsata e pagata dalla società è di circa cinquantaquattromila dollari.

II. Equity-based crowdfunding

1. Caratteristiche principali

L'equity-based crowdfunding rappresenta una particolare tipologia di crowdfunding che ha origine nel primo decennio del ventunesimo secolo, precisamente intorno agli anni 2000-2011. In questo periodo, infatti, il razionamento del credito bancario ha determinato un aumento nei costi e nella complessità di reperimento di capitale, e l'offerta di ricompensa sotto forma di reward non è più sufficiente ai finanziatori di progetto: si rende quindi necessario individuare un meccanismo di finanziamento incentivante che permetta agli investitori di partecipare ai profitti d'impresa ed acquisire il titolo di socio. L'equity-based crowdfunding è la forma di crowdfunding più simile ai tradizionali strumenti finanziari in quanto supporta i progetti imprenditoriali nascenti e costituisce un'opportunità di investimento per i consumatori⁵⁹.

Nell'equity-based crowdfunding il soggetto che assume ruolo di fundraiser non può essere un singolo individuo, è richiesto che sia un'impresa in possesso di specifici requisiti⁶⁰. Nonostante si tratti di una call aperta a tutti, solitamente chi partecipa alla campagna è investitore professionale o come minimo investitore *retail*⁶¹.

Il sistema di funzionamento⁶² è molto simile ad un IPO. Generalmente, le imprese interessate contattano un portale specializzato e con l'aiuto di consulenti ed esperti del settore mettono in atto tutte le pratiche operative necessarie alla presentazione di una campagna: strutturazione della fase pubblicitaria, definizione di business plan e predisposizione della delibera di assemblea straordinaria per l'aumento di capitale. In questa sede è importante

⁵⁹ Cfr. Ughetto Elisa, Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022.

⁶⁰ i quali saranno riportati nel paragrafo successivo.

⁶¹ L'investitore retail è un investitore non professionale che gestisce il proprio patrimonio investendo senza intermediazione di altri soggetti poichè dispone di competenza professionale sufficiente ad effettuare tale operazione.

⁶² Cfr. Ughetto Elisa, Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022, Morelli Giuliana, *Crowdfunding in Italia: cos'è e come investire*.

discutere circa la quota di capitale che si intende vendere e stabilire un prezzo adeguato alle partecipazioni offerte. Va inoltre considerato che al finanziamento azionario conseguono spese per le commissioni, spese amministrative, legali e di consulenza e dispersione di potere poichè il numero di piccoli soci aumenterà.

Rispetto alle altre forme di crowdfunding, il processo di finanziamento lato investitore è più complesso in quanto viene richiesta la registrazione alla piattaforma seguita dalla compilazione di questionari per acconsentire al trattamento dei dati personali ed all'investimento che si sta per effettuare.

Nello specifico, per effettuare tale registrazione si deve fornire un indirizzo e-mail valido ed una password, eventualmente la procedura può semplificarsi effettuando la registrazione tramite credenziali associate al proprio profilo di social network. Successivamente, verrà richiesto di convalidare l'account tramite il link inviato all'indirizzo di posta elettronica fornito. Sarà così possibile concludere la registrazione fornendo dati aggiuntivi: numero di cellulare, codice di sicurezza, dati anagrafici generici quali nome, cognome, sesso, data e luogo di nascita, codice fiscale, nazionalità e comune di residenza, e selezionando la categoria di investitore a cui si appartiene potendo scegliere tra investitore non professionale ed investitore professionale. Completata la scelta verrà attivata l'intestazione fiduciaria⁶³ e verrà richiesto di rispondere a domande circa la propria attività lavorativa e l'origine del capitale investito, al fine di effettuare verifiche antiriciclaggio del denaro. Infine, gli ultimi passi obbligatori riguardano la compilazione del questionario di appropriatezza, in cui si verifica l'effettiva esperienza dell'investitore, ed il caricamento dei documenti richiesti in formato opportuno.

Conclusa la fase di registrazione alla piattaforma, si potranno visualizzare le offerte d'investimento rappresentate da progetti in cerca di finanziamento e suddivisi a seconda del fatto che siano già conclusi e quindi ormai finanziati,

⁶³ Normalmente l'intestazione fiduciaria è presente in contratto di mandato ovvero per fiduciante che trasferisce un diritto al fiduciario con l'obbligo, per quest'ultimo, di esercitarlo al fine di soddisfare gli interessi del trasferente. L'intestazione fiduciaria, quindi, impone al fiduciario di amministrare in modo professionale, trasparente e riservato il patrimonio del fiduciante, il quale ne rimane comunque proprietario. Nella situazione specifica, l'intestazione fiduciaria implica amministrazione e gestione di partecipazioni sociali da parte di un soggetto diverso dal proprietario. Per amministrazione s'intende l'affidamento temporaneo delle partecipazioni sociali, per gestione s'intende investimento e disinvestimento delle partecipazioni sociali.

attivi e quindi compatibili all'investimento oppure disponibili quando si tratta di progetti le cui informazioni caricate non sono ancora complete. Ogni offerta si presenta come le tipiche campagne di crowdfunding a cui aggiungere specifiche informazioni, come per esempio la percentuale di equity di mercato, il capitale minimo d'investimento richiesto, l'indice finanziario ROI⁶⁴ atteso che rappresenta il rendimento dell'investimento.

A questo punto l'investitore potrà decidere la cifra d'investimento per un determinato progetto e procedere seguendo le indicazioni fornite dalla piattaforma. È bene ricordare che trattandosi di un'operazione di equity-based crowdfunding il tempo richiesto per eventualmente ottenere un guadagno dall'investimento può essere piuttosto lungo, pertanto è sempre ammessa la possibilità di cedere le proprie partecipazioni in anticipo rispetto al momento dell'exit. Le partecipazioni offerte, infatti, possono essere rivendute sul mercato secondario seppur l'esistenza e l'affidabilità di questo non siano sempre garantite: la rivendita di azioni comporta alti costi di ricerca in quanto tali partecipazioni solitamente non conferiscono diritto di voto in assemblea nè diritto di prelazione (ma non è comunque vietato prevedere categorie di partecipazioni conferenti diritti diversi, semplicemente la scelta è rimandata ai singoli emittenti) e la protezione dei soci di minoranza non è priorità d'impresa⁶⁵.

In seguito, verrà presentato il contratto comprensivo di tutti i dettagli legali, ne sarà richiesta conferma e dopo circa dieci giorni il pagamento dell'importo dichiarato per l'investimento potrà essere effettuato.

Nonostante le analogie nel meccanismo di funzionamento con l'operazione di IPO, una grande differenza riguarda l'assenza di garanzia in termini di qualità fornita da underwriters: nell'equity-based crowdfunding non esiste certificazione da parte di enti terzi per ridurre l'asimmetria informativa fra le parti coinvolte. Gli investitori professionali, infatti, non sono coinvolti nelle fasi preliminari alla pubblicazione della campagna su piattaforma, essi svolgono a

⁶⁴ L'indice ROI è ottenuto dal rapporto fra guadagno(perdita) e capitale d'investimento iniziale.

⁶⁵ Tutelare maggiormente i piccoli azionisti comporta l'inclusione di meccanismi di protezione nello Statuto della società la cui modifica può risultare onerosa per l'impresa.

tutti gli effetti il ruolo di backers il cui unico vantaggio è rappresentato dalle proprie competenze ed esperienze in materia di investimenti.

Talvolta, le piattaforme di equity-based crowdfunding possono scegliere di combinarsi a reti di conoscenza di Business Angels. Questa scelta da un lato facilita il finanziamento dei progetti perchè la presenza di investitori professionali aumenta la probabilità di ottenere l'ammontare di capitale desiderato, ma dall'altro pone un limite sulla definizione del fenomeno: la raccolta di capitale non è, infatti, più rappresentata dalla partecipazione della crowd. Altre piattaforme, invece, data la diffusione del fenomeno sul mercato creano propri fondi di investimento da utilizzare come finanziamento degli stessi progetti che ospitano.

Secondo la Commissione europea il fenomeno si sta affermando nella scala dei finanziamenti per le imprese che si trovano in fase iniziale⁶⁶. Considerate le difficoltà in questa fase di ottenere il capitale finanziario necessario all'avvio della propria attività e potendo contare solamente sui propri risparmi personali o dal supporto di familiari ed amici, si deve ricorrere necessariamente ad altri strumenti finanziari.

La disponibilità da parte di investitori professionali rimane tuttavia limitata e fortemente contesa, tanto che i loro fondi tendono a concentrarsi su progetti la cui probabilità di successo è alta o il contesto in cui si sviluppano è di supporto (come, per esempio, le start-up della Silicon Valley).

Le imprese che scelgono di affidarsi all'equity-based crowdfunding valutano la scala di costo delle varie alternative finanziarie, le quali prendono posizione in base al rapporto dato fra benefici e costi dell'operazione e individuando così il *pecking order*. Qui generalmente si consiglia di ricorrere al proprio capitale per il finanziamento delle attività e solo successivamente ottenere capitale sotto forma di debito ed equity. Come già descritto, però, alle imprese in early stage viene preclusa la possibilità di effettuare una scelta e non rimane che contare sui nuovi strumenti finanziari a disposizione.

⁶⁶ Cfr. Mozzarelli Michele, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, Cfr. Ughetto Elisa, Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022.

2. Regolamentazione in Italia

2.1. Panoramica discipline vigenti

La diffusione dell'equity-based crowdfunding nei Paesi sviluppati ha reso necessario l'intervento del legislatore⁶⁷. Il mercato non è in grado di poter regolare autonomamente ed in maniera adeguata il fenomeno, perciò, una figura come il legislatore risulta fondamentale per assicurare sicurezza e trasparenza nell'operazione. La regolamentazione del servizio aiuta a risolvere sia problematiche esterne che interne, quali la generale instabilità di mercato dovuta al rischio intrinseco dell'asimmetria informativa, le difficoltà dovute al fenomeno di *lemon market*⁶⁸ e il rischio per l'investitore a cui vengono offerte partecipazioni.

Alcuni Stati membri dell'Unione Europea hanno introdotto regolamentazioni create su misura per disciplinare il fenomeno, mentre altri hanno semplicemente aggiornato e adattato la regolamentazione vigente in modo da andare incontro alle nuove esigenze del crowdfunding.

Per semplicità si possono quindi individuare regolamentazioni restrittive o non restrittive a seconda del grado di protezione offerto all'investitore.

In Italia, per esempio, si è scelto di adottare una regolamentazione ad approccio restrittivo che tende a scoraggiare la partecipazione dell'investitore al finanziamento e vincolare a determinati requisiti l'accesso al servizio da parte delle imprese.

L'Italia è il primo Paese in Europa ad adottare una regolamentazione per disciplinare l'equity-based crowdfunding presentando misure su doppio

⁶⁷Cfr. Cicchiello Antonella Francesca, Pietronudo Maria Cristina, Leone Daniele, Caporuscio Andrea, *Entrepreneurial dynamics and investor-oriented approaches for regulating the equity-based crowdfunding*, Bollettinari, *Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme online nella prassi e nella recente legislazione*.

⁶⁸ Situazione in cui non essendo in grado di differenziare la domanda, si propone un'unica soluzione d'offerta intermedia che inevitabilmente renderà insoddisfatti i progetti di alta qualità, i quali usciranno dal mercato, e condurrà al finanziamento di progetti il cui valore risulta inferiore rispetto all'offerta effettuata.

livello⁶⁹: da un lato l'opportuna modifica di alcuni articoli della norma primaria del T.U.F.⁷⁰ ad ottobre 2012 con il decreto legislativo 179/2012, meglio noto come Decreto Crescita bis, convertito poi in Legge n.221 del 17 dicembre 2012, e dall'altro intervenendo sulla disciplina secondaria attraverso la delibera *Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line*, emanata il 26 giugno 2013 dalla CONSOB⁷¹, pubblicata a luglio 2013 sulla Gazzetta Ufficiale e successivamente ulteriormente modificata ed aggiornata.

Intersecare i due livelli dovrebbe contribuire a ridurre sia il problema di sottocapitalizzazione delle imprese che l'asimmetria informativa fra fundraiser ed investitore ed in particolare la selezione avversa ovvero il vantaggio informativo che comporta disparità di potere contrattuale a danno dell'investitore il quale, in caso di investimento non andato a buon fine, sopporterà conseguenze più pesanti rispetto al fundraiser.

Con queste misure il Paese opera in base a ragioni politico-economiche poichè mira alla semplificazione del regime imprenditoriale ed alla creazione di un ecosistema a favore della nascita e crescita di imprese le cui attività principali riguardino sviluppo, produzione e commercializzazione di prodotti e/o servizi caratterizzati da un alto livello di innovazione tecnologica, e successivamente all'azione degli altri Paesi europei agisce in base a ragioni giuridico-normative in quanto affina progressivamente la disciplina nazionale e l'avvicina al quadro normativo europeo.

Nello specifico, il legislatore agisce in tre modi: a) riconosce nel portale online un nuovo strumento di raccolta del capitale di rischio, b) definisce una

⁶⁹Cfr. Greselin Anna, Di Brina Leonardo, *Equity crowdfunding- La disciplina delle start up innovative*, De Luca Roberto, *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*, Tosto Francesco, *Equity crowdfunding in Italy: classes of shares and transfer procedures from the "intermediary registration" towards the development of a second market*, Vitali Matteo L., *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, Fregonara, *Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start-up innovative*.

⁷⁰ Testo Unico sulla Finanza ovvero il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria emanato con il d.l. 58/1998 e che costituisce la principale fonte normativa del diritto dei mercati finanziari nell'ordinamento italiano. (https://www.treccani.it/enciclopedia/tuf_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/)

⁷¹ Commissione nazionale per le società e la Borsa ovvero l'autorità amministrativa indipendente istituita con la legge 7 giugno 1974, n.216 che possiede autonoma personalità giuridica e piena autonomia operativa e si occupa di controllare il mercato finanziario italiano. (https://it.wikipedia.org/wiki/Commissione_nazionale_per_le_societ%C3%A0_e_la_Borsa)

regolamentazione semplificata per le offerte al pubblico attraverso il nuovo strumento d'intermediazione e c) permette alle quote di imprese innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata di poter essere considerate oggetto di offerta al pubblico⁷².

Il riconoscimento del portale online come strumento di raccolta del capitale di rischio fa riferimento alla modifica introdotta dal Decreto Crescita bis all'art.1, comma 5-novies del T.U.F. in cui ne viene data definizione. È considerata portale per la raccolta di capitale la piattaforma online la cui finalità esclusiva deve riguardare la semplificazione di raccolta di capitale di rischio da parte di soggetti autorizzati al servizio equity-based crowdfunding⁷³. Tali piattaforme devono rispettare alcune regole imposte dalla disciplina emanata dalla CONSOB affinché il servizio di equity-based crowdfunding possa essere il più affidabile possibile lato investitore⁷⁴. Esse devono essere iscritte nel Registro di imprese autorizzate ad operare sul territorio italiano: l'iscrizione è permessa alle sole società di capitali⁷⁵ in possesso dei requisiti di onorabilità⁷⁶ e professionalità che presentino relazione riguardante l'attività d'impresa e la struttura organizzativa. La piattaforma deve essere gestita da un soggetto che svolga appunto il ruolo di gestore del portale, la cui definizione è indicata, a seguito del d.l. 179/2012, all'art.50-quinquies, commi 1 e 2, del T.U.F.: il gestore di portale è un soggetto che, in modo professionale e con regolare

⁷² Rimando al paragrafo opportuno: **2.2.1. focus start-up s.r.l. innovative**

⁷³ Rimando al paragrafo opportuno: **2.2. A chi si rivolge l'equity-based crowdfunding italiano.**

⁷⁴ CONSOB lo definisce come *percorso d'investimento consapevole*.

⁷⁵ La società di capitali è la società in cui l'elemento patrimoniale prevale sull'elemento personale: la responsabilità ed il peso del socio nella compagine sociale sono determinati in base alla sottoscrizione della quota di capitale invece che in base a doti personali. Nella società di capitali vi è netta separazione fra il patrimonio personale del socio ed il patrimonio della società. (art. 2325 e seguenti del Codice civile)

⁷⁶ Per requisito di onorabilità s'intende assenza di sentenza penale definitiva di condanna e di procedimenti penali in corso nei quali sia già stata pronunciata sentenza di condanna: per reati non colposi a pena detentiva superiori a due anni, per reati contro la frode pubblica o il patrimonio, alla pena accessoria dell'interdizione all'esercizio di una professione o di un'arte, o dell'interdizione degli uffici direttivi delle imprese, ovvero è intervenuta la riabilitazione; assenza di procedura fallimentare in corso, ovvero è intervenuta la riabilitazione; assenza di sentenza penale definitiva di condanna per il reato di cui all'art. 513-bis del Codice Penale; assenza di contravvenzioni accertate per violazioni di norme in materia di lavoro, di previdenza, di assicurazione obbligatoria contro gli infortuni sul lavoro e le malattie professionali, non conciliabili in via amministrativa. Tale requisito a seconda della forma giuridica dell'impresa, devono essere posseduti dal titolare se l'impresa è individuale, da tutti i soci se si tratta di società in nome collettivo, dai soci accomandatari per le società in accomandita semplice o per azioni, da tutti gli amministratori per le società di capitali e le cooperative, da eventuali preposti all'esercizio d'impresa o ad un ramo di essa, istitori e direttori per ogni tipo di impresa. (Camera di Commercio Lucca).

iscrizione ed autorizzazione dalla CONSOB o dalla Banca d'Italia, esercita servizio di gestione di portale per la raccolta di capitali per le start-up innovative, per le piccole medie imprese ed imprese sociali.

Le nuove regolamentazioni introdotte dal legislatore sul tema hanno subito nel corso del tempo una serie di modifiche ed aggiornamenti in modo da rimanere in linea con l'obiettivo di semplificazione dello specifico regime imprenditoriale. Il d.l. 179/2012, che non fa direttamente riferimento al termine *crowdfunding* ma rimane comunque chiaro che l'emanazione faccia riferimento alla sua disciplina, inizialmente consentiva l'accesso all'equity-based crowdfunding alle sole start-up innovative. Con il Decreto Crescita 3.0. anche le piccole medie imprese (PMI) innovative possono accedere allo strumento e raccogliere capitale di rischio tramite portale online. In particolare queste regolamentazioni apportano modifiche ad alcuni articoli del T.U.F: in aggiunta a quanto già descritto per l'art. 1 comma 5-novies, vi è la modifica dell'art.1, commi 5-decies e 5-undecies, i quali riportano la definizione di start-up innovativa e PMI innovativa fornita dai rispettivi decreti legislativi, riconoscendone così la validità; la modifica nell'art.100-ter per la disciplina delle offerte al pubblico tramite portale di raccolta del capitale ed in particolare vi è indicazione sulla delega CONSOB, la quale deve assicurare tramite opportuna disciplina che i titoli vengano sottoscritti da investitori professionali o particolari categorie di investitori tutelati nello svolgimento dell'operazione e che vi sia opportuna disciplina per i gestori di portale e circolazione di quote s.r.l. Inoltre, sempre secondo aggiornamento del T.U.F., le campagne di equity-based crowdfunding non possono coinvolgere importi superiori ai cinque milioni di euro ed inizialmente gli strumenti offerti potevano rappresentare il solo capitale di rischio in forma di partecipazioni di start-up innovative o piccole medie imprese oppure partecipazioni di società che investono almeno il 70% in start-up innovative o piccole medie imprese⁷⁷. La disciplina impone che il 5% dell'ammontare raccolto sia sottoscritto da investitori professionali, fondazioni bancarie o incubatori di start-up innovative perchè per il legislatore tali soggetti rappresentano affidabilità e garanzia per gli investitori non professionali. Va notato che il valore di percentuale e

⁷⁷ Con gli aggiornamenti più recenti è stata ammessa l'emissione di strumenti obbligazionari semplificati, quali i mini-bond.

l'associazione a figure professionali costituiva, inizialmente, condizione necessaria per poter ammettere un'offerta sul portale, ora rappresenta invece una condizione essenziale per assicurare la validità d'offerta ed è quindi stata cambiata la tempistica sull'intervento di tali figure poichè la richiesta iniziale risultava troppo restrittiva ed ostacolante al servizio.

Anche la CONSOB, interessata al contesto ed alla protezione dell'investitore, interviene sulla disciplina del fenomeno. Prima di presentare lo schema del proprio Regolamento, però, raccoglie dati ed informazioni attraverso la somministrazione di un questionario, pubblicato nel gennaio del 2013, ai soggetti coinvolti ed interessati al tema: i partecipanti sono circa un centinaio⁷⁸. Nel tempo la CONSOB produrrà sei versioni di regolamentazioni a disciplina del fenomeno: *a)* la prima versione limita l'accesso all'equity crowdfunding alle sole start-up innovative; *b)* la versione del 2015 estende la possibilità di accesso alle Piccole Medie Imprese innovative; *c)* la versione del 2017 include tutte le Piccole Medie Imprese; *d)* la versione di ottobre 2019 permette alle Piccole Medie Imprese di emettere anche mini-bonds, forma semplificata di obbligazioni, per finanziare la propria attività; *e)* la versione del 2020 apporta modifica ad una delle versioni originarie per meglio adattarsi alla variazione dell'articolo 50-quinquies del T.U.F. secondo Decreto Legislativo n.165 del 25/11/2019.

Anche la Commissione europea nel dicembre 2013 propone⁷⁹ una consultazione pubblica tramite questionario per discutere su eventuali modifiche richieste dalla legislazione attuale e nell'ottobre 2020 sulla Gazzetta Ufficiale UE viene pubblicato il Regolamento europeo 2020/1503, conosciuto come ECPS⁸⁰ che introduce una serie di novità, molte delle quali già rispettate dall'Italia, con l'obiettivo di uniformare le regolamentazioni sul tema nei vari Paesi europei. A titolo esemplificativo, le novità riguardano il rilascio di autorizzazione da parte delle autorità nazionali competenti a prestare il servizio crowdfunding per le persone giuridiche, la tutela

⁷⁸ CONSOB, Esiti della consultazione sul Regolamento in materia di "Raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line", 12 luglio 2013.

⁷⁹ Sul tema, *Il nuovo regolamento europeo sul crowdfunding*, consultabile al seguente indirizzo: <https://www.concreteinvesting.com/blog/equity-crowdfunding/il-nuovo-regolamento-europeo-sul-crowdfunding/>.

⁸⁰ European Crowdfunding Service Providers.

dell'investitore in forma di obbligatoria somministrazione da parte del gestore del fornitore di servizio di documento standard⁸¹ su cui sono elencate informazioni e dettagli dell'operazione, divieto per i gestori di portale a partecipare alle offerte pubblicate sulla propria piattaforma.

Da un punto di vista operativo⁸² l'applicazione della normativa italiana implica che il soggetto che decide di effettuare l'investimento in equity-based crowdfunding ne debba fare comunicazione al gestore del portale. Quest'ultimo, a sua volta, dopo aver atteso sette giorni per riconoscere all'investitore il diritto di ripensamento, ne deve fare comunicazione ad una banca o un'impresa di investimento⁸³. La banca o impresa di investimento si occuperà quindi di effettuare la vera e propria ufficiale sottoscrizione dello strumento finanziario e raccoglierà il capitale su un conto indisponibile a favore dell'emittente. Per poter svolgere servizio di investimento, le banche e le imprese d'investimento seguono la disciplina MiFID⁸⁴, la quale impone una serie di doveri circa l'informazione ed il comportamento nei confronti dell'investitore tra cui la profilatura di questo che può essere esclusa solo se sussistono determinate condizioni, dichiarate dall'investitore e in corso di validità nell'anno solare e sul complessivo delle piattaforme su cui si è attivi: l'investitore persona fisica ha effettuato un ordine il cui valore singolo è inferiore a cinquecento euro oppure un totale annuale di ordini il cui valore è inferiore a mille euro; l'investitore persona giuridica ha effettuato un ordine il cui valore singolo è inferiore a cinquemila euro oppure un totale annuale di ordini il cui valore è inferiore a diecimila euro. Ciò significa che la disciplina indebolisce la tutela dell'investitore per investimenti limitati alle soglie indicate. Altre implicazioni all'applicazione della disciplina italiana in tema di equity-based crowdfunding riguardano i benefici fiscali e le deroghe al diritto

⁸¹ KIIS = Key Investment Information Sheet

⁸² Cfr. De Luca Roberto, *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*.

⁸³ Banca ed impresa di investimento sono i tradizionali soggetti autorizzati ad esercitare servizio/attività d'investimento.

⁸⁴ La disciplina MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) disciplina i mercati finanziari dell'Unione Europea dal 2007.

societario, alla legge fallimentare ed al lavoro subordinato di cui possono godere start-up innovative, piccole medie imprese ed investitori⁸⁵.

Le agevolazioni fiscali sono riportate nell'art. 27 del d.l., secondo cui assegnare strumenti finanziari ad amministratori e dipendenti/collaboratori continuativi di start-up innovative e piccole medie imprese non concorre nel determinare il valore di reddito imponibile dell'impresa, senza alcuna limitazione del valore complessivo assegnato purchè tali strumenti non siano riacquistati dall'impresa. L'agevolazione non è completamente innovativa perchè anche nel T.U.I.R.⁸⁶ è prevista⁸⁷, sotto opportune condizioni e con limite di valore raggiunto, l'esclusione dal valore complessivo di reddito da lavoro dipendente delle azioni offerte ai dipendenti. L'agevolazione prevista dal d.l. è applicabile anche per strumenti finanziari emessi al fine di compensare l'apporto di opere o servizi da parte di terzi, come indicato dall'art. 27, comma 4.⁸⁸

Infine sia le persone fisiche che le persone giuridiche che investono in soggetti innovativi, quali start-up e piccole medie imprese, possono godere della detrazione fiscale, secondo l'art. 29 del d.l.: fino all'anno 2015 detrazione IRPEF del 19% dell'investimento fino ad ammontare massimo per periodo pari a cinquecentomila euro, negli anni seguenti fino ad oggi detrazione IRPEF del 30% da applicare se in investimento di start-up innovativa fino ad ammontare annuale massimo pari ad un milione di euro, se in investimento di PMI innovativa fino ad un ammontare annuale massimo di un milioneottocentomila euro, oppure detrazione IRPEF del 50% da applicare se in investimento di start-up innovativa fino ad ammontare annuale massimo di centomila euro, se in investimento di PMI innovativa fino ad ammontare annuale massimo di quattrocentocinquantomila euro; detrazione IRES del 20% dell'investimento fino ad ammontare massimo per periodo di un milioneottocentomila euro. In tutti i casi l'investimento dev'essere mantenuto per almeno due anni affinché si possa beneficiare dell'agevolazione fiscale perchè se esso viene ceduto

⁸⁵ Cfr. Circolare Assonime n.11/2013, *L'impresa start-up innovativa*, Greselin Anna, Di Brina Leonardo, *Equity crowdfunding- La disciplina delle start up innovative*, De Luca Roberto, *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*.

⁸⁶ Testo Unico delle Imposte sui Redditi.

⁸⁷ Art. 51, comma 2, lett. g.

⁸⁸ Definito come *work for equity*.

prima del decorrere del tempo minimo richiesto, non è prevista sanzione ma l'importo detratto dovrà essere restituito con interessi.

Per il diritto societario, ai soggetti destinatari del regime di favore sono applicabili riduzioni di alcuni costi: in fase di iscrizione al Registro delle imprese sezione speciale essi vengono esonerati dal pagamento dell'imposta di bollo e dei diritti di segreteria e per tutto il periodo in cui verrà mantenuto il riconoscimento dello status di start-up innovativa o piccola media impresa, non verrà richiesto il pagamento annuale del tributo alla Camera di Commercio.

Sempre riguardo al diritto societario, normalmente l'impresa che registra perdite il cui valore corrisponde a più di un terzo del capitale deve, secondo il Codice civile⁸⁹, convocare l'assemblea attraverso l'organo amministrativo e provvedere alla situazione. Se entro l'esercizio successivo la perdita non è diminuita a meno di un terzo, sarà necessario ridurre il capitale in modo proporzionale alle perdite subite. Ma questa normativa risulta troppo severa per le start-up innovative e le piccole medie imprese per le quali registrare perdite è sostanzialmente inevitabile. Il legislatore quindi, con il d.l. 179/2012, concede a questi soggetti di poter godere di un ulteriore esercizio prima di dover effettivamente ridurre il capitale in proporzione alle perdite subite: se la società registra una perdita superiore ad un terzo del capitale, l'organo amministrativo convocherà subito l'assemblea ma la riduzione di capitale sarà obbligatoria solo nell'evenienza in cui entro i due anni dalla registrazione della perdita, essa non sarà diminuita rientrando nella soglia di un terzo del capitale. La stessa deroga si applica per riduzione del capitale oltre la soglia minima legale: sempre secondo il Codice Civile, una situazione simile deve portare alla convocazione dell'assemblea con immediata riduzione e successivo aumento del capitale sociale in modo da poter rientrare entro le soglie minime legali o in alternativa a trasformazione della società poichè con valore di capitale al di sotto della soglia minima consentita vi è lo scioglimento della società stessa; per i soggetti di riferimento del d.l. 179/2012 invece la convocazione dell'assemblea consente di poter decidere di rimandare l'operazione di riduzione e successivo aumento del capitale o

⁸⁹ Art. 2446 e 2482 bis.

trasformazione/scioglimento della società alla chiusura dell'esercizio successivo a quello in cui è stata registrata la perdita al di sotto della soglia minima legale.

Per quanto riguarda le agevolazioni sul lavoro subordinato, le start-up innovative e le piccole medie imprese che assumono personale altamente qualificato con un contratto a tempo indeterminato godono di un credito d'imposta pari al 35% del costo aziendale sostenuto per effettuare l'assunzione purchè le nuove assunzioni vengano mantenute per almeno tre anni ed incrementino il numero complessivo di dipendenti dell'impresa, e non siano quindi sostitutive di licenziamenti. La percentuale, tuttavia, può essere applicata fino ad ottenere un credito d'imposta non eccedente i duecentomila euro. Anche per i contratti di lavoro a tempo determinato è previsto un regime speciale: secondo l'art. 28 del d.l., la retribuzione del lavoratore si compone di due parti ovvero una parte fissa non inferiore al minimo tabellare secondo contratto collettivo di categoria, quindi al settore economico a cui appartiene l'impresa, ed una parte variabile basata sul merito del lavoratore, sull'efficienza d'impresa ed altri parametri opportunamente concordati fra le parti.

Infine, in caso di fallimento, è prevista l'esclusione dalle ordinarie procedure concorsuali poichè si considera l'alto tasso di mortalità caratteristico dei soggetti in fase di early stage. La procedura d'impresa in caso di crisi aziendale è semplificata rispetto all'ordinaria situazione così come è prevista una riduzione dei tempi di liquidazione. La *ratio* sottostante vuole evitare che l'imprenditore sia scoraggiato dalla dilazione temporale e sia quindi portato a rinunciare all'avviamento successivo di nuove imprese. Per questo motivo il d.l. prevede anche che le informazioni sui soci dell'impresa in crisi non siano più pubblici bensì accessibili alle sole autorità giudiziarie e di vigilanza, una volta superati i dodici mesi dall'iscrizione nel Registro delle imprese di avviamento della procedura liquidatoria.

2.2. A chi si rivolge l'equity-based crowdfunding italiano

Il d.l. 179/2012, sopra discusso, presenta una specifica sezione⁹⁰ denominata *'Misure per la nascita e lo sviluppo di imprese start-up innovative'* in cui vengono presentate per l'appunto misure volte *"a favorire la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico, la nuova imprenditorialità e l'occupazione, in particolare giovanile, con riguardo alle imprese start-up innovative"*. La disciplina introdotta sul tema dell'equity-based crowdfunding è quindi applicabile solo a determinati soggetti.

Il primo soggetto a cui è concesso usufruire del servizio equity-based crowdfunding è la start-up innovativa⁹¹. Secondo l'art. 25 del Decreto Crescita bis⁹² la start-up innovativa è rappresentata da un particolare tipo di impresa che rispetta specifici requisiti e può godere di agevolazioni fiscali e societarie. I requisiti che ogni start-up innovativa deve rispettare per poter essere definita tale sono requisiti cumulativi, che devono valere in contemporanea, e requisiti additivi, per cui è sufficiente rispettarne almeno uno. Per essere una start-up innovativa l'impresa deve costituirsi in forma di società di capitali o cooperativa ed essere coinvolta in settori innovativi ad alto livello tecnologico o a vocazione sociale.

Fra i requisiti cumulativi vi sono: a) la veste giuridica di società di capitali⁹³ che garantisce autonomia patrimoniale perfetta limitando la rischiosità assunta dall'investitore non professionale⁹⁴; b) costituzione da meno di cinque anni (sessanta mesi), impostato secondo il tempo mediamente necessario ad un'impresa per andare oltre la fase di early stage ed entrare nella fase di sviluppo ma al contempo da non permettere ad imprese avviate di approfittarsi del regime di favore. Alle società costituite prima dell'entrata in vigore del decreto è comunque permesso di poter beneficiare delle nuove misure secondo specifico criterio: alla società la cui costituzione è avvenuta nei due

⁹⁰ Sezione IX.

⁹¹ Cfr. Circolare Assonime n.11/2013, *L'impresa start-up innovativa*, Greselin Anna, Di Brina Leonardo, *Equity crowdfunding- La disciplina delle start up innovative*.

⁹² Per consultarne il contenuto, vedere sezione **Glossario articoli**.

⁹³ Possibilità di costituzione in s.p.a., s.a.p.a., s.r.l. ed s.r.l.s.

⁹⁴ La start-up innovativa che si costituisce in forma di società in accomandita per azioni, infatti, non deve offrire partecipazioni per diventare soci accomandatari in quanto questi per definizione si fanno carico di tutte le responsabilità, senza limitazione di proporzione alla quota conferita.

anni precedenti al decreto vengono concessi quattro anni di beneficio, alla società di costituzione entro i tre anni ne sono concessi tre ed alla società di costituzione entro i quattro anni sono concessi due anni di beneficio; c) la residenza, la quale dev'essere in Italia oppure in uno degli Stati membri dell'Unione europea o ancora in Stati che aderiscono all'Accordo sullo spazio economico europeo⁹⁵. In queste due ultime ipotesi è richiesto che la sede produttiva, o una filiale della società, sia in Italia. Il requisito è legato al concetto delle imposte sui redditi perchè sono considerate residenti in Italia le società che per la maggior parte del periodo d'imposta hanno sede di affari ed interessi sul territorio italiano. Per sede principale di affari ed interessi s'intende la sede in cui effettivamente vi è lo svolgimento di affari ed interessi ovvero il luogo in cui concretamente vengono svolte le attività amministrative e di direzione, il luogo utilizzato stabilmente per rapporti interni e con i terzi. Nel nostro Paese, dunque, si può considerare che la società ha sede principale dei propri affari ed interessi in Italia se sul territorio italiano si trova il luogo degli organi di amministrazione e gestione in cui svolgere le principali funzioni strategiche, gestionali ed amministrative. Mentre per i soci non è previsto alcun requisito di nazionalità: anche i cittadini esteri che decidono di costituire una start-up innovativa in Italia possono beneficiare del relativo regime di favore; d) fatturato annuo dal secondo anno di attività inferiore o pari a cinque milioni di euro, per definire un limite oltre il quale allora l'impresa è considerata come ben assestata sul mercato e quindi sufficientemente matura da non dover richiedere l'applicazione di una disciplina di favore; e) divieto di distribuzione degli utili, non tanto perchè si pensa che l'attività sia in perdita o senza guadagno ma perchè si possa investire ulteriormente nelle proprie risorse senza doverne dare giustificazione agli investitori, i quali accettano il fatto come requisito imposto dalla legge. Inoltre, investire in ricerca e sviluppo è fondamentale per far crescere imprese di questo tipo; f) oggetto sociale costituito da sviluppo, produzione e commercializzazione di prodotti e/o servizi innovativi ad alta componente tecnologica, esso deve includere tutte le tre fasi ma è ammesso che non sia oggetto esclusivo seppur comunque prevalente. Quest'ultimo non è un requisito facile da soddisfare perciò il legislatore

⁹⁵ Composto dai 27 stati membri dell'Unione europea + Islanda, Liechtenstein e Norvegia. La Svizzera partecipa con accordi bilaterali.

riconosce la figura di incubatore certificato ovvero quel soggetto che accompagna la fase di avviamento e prima crescita della start-up intervenendo nella ideazione di progetto imprenditoriale e nella formulazione del modello di business da dover seguire con annessa gestione imprenditoriale e sostegno sia operativo che economico tramite investimenti o segnalazione di possibilità di investimento ad altri investitori; g) divieto di costituirsi tramite operazioni straordinarie, si esclude dalla definizione di start-up innovativa ciò che deriva da scissioni o fusioni aziendali per evitare che si sviluppi una concorrenza sleale fra grandi imprese e piccole imprese che competono per la raccolta di capitale via internet poichè le grandi imprese, costituendo un investimento più sicuro, otterrebbero l'attenzione dei finanziatori.

Un ulteriore requisito riportato nel d.l. 179/2012 imponeva l'obbligo di detenzione della maggioranza delle partecipazioni e diritti di voto in assemblea ordinaria dei soci da parte di persone fisiche, sia al momento della costituzione che per i successivi due anni. La *ratio* riguardava l'esclusione di 'scatole vuote' ovvero la situazione in cui il controllo è in mano ad altre società e non appunto a persone fisiche. Al legislatore è stato chiesto di abolire il requisito poichè eccessivamente vincolante e d'ostacolo allo sviluppo di start-up di ricerca controllate da imprese avviate nello stesso settore.

Mentre per i requisiti additivi è sufficiente rispettarne almeno uno dei tre proposti: a) sostenere una spesa in ricerca, innovazione e sviluppo pari ad almeno il 20% del maggior valore fra costo e totale di produzione. Le spese in ricerca, innovazione e sviluppo vengono contabilizzate a bilancio sotto la voce di 'costi di ricerca' ma per includerle nel calcolo costituente la percentuale richiesta, è necessario consultare la nota integrativa poichè le spese di acquisto e locazione di immobili (seppur ai fini della ricerca come nel caso di laboratori) devono essere escluse, mentre per esempio la sperimentazione e lo sviluppo di business plan rientrano nel calcolo. Per dimostrare la spesa sostenuta le start-up già costituite dovranno semplicemente presentare il documento di bilancio relativo all'esercizio precedente mentre le start-up di nuova costituzione dovranno procurarsi una dichiarazione in formato elettronico sottoscritta da legale rappresentante; b) impiegare almeno un terzo della forza lavoro complessiva con personale qualificato secondo titolo di

dottorato conseguito o in corso di svolgimento oppure con titolo di laurea ed esperienza di almeno tre anni in attività di ricerca certificata. Questo requisito è in linea con l'intenzione di premiare ed incentivare gli studi e l'occupazione giovanile nell'ambito della ricerca; c) essere titolare o depositaria di privativa industriale utile all'oggetto sociale dichiarato, per incentivare ancora una volta la ricerca e l'innovazione.

La qualifica di start-up innovativa si può applicare nel rispetto dei requisiti sopra descritti e per società le cui partecipazioni rappresentative del capitale di rischio non siano quotate sul mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione⁹⁶. Le partecipazioni rappresentative del capitale di rischio non includono i titoli di debito; pertanto, la società che abbia emesso obbligazioni sul mercato regolamentato può ancora essere considerata start-up innovativa.

All'art 25, comma 5 del d.l. 179/2012 vengono poi riportati i requisiti da dover rispettare per essere considerati incubatori di start-up innovative: disporre di struttura ed attrezzature tecniche adeguate all'attività svolta, possedere figure competenti in ambito d'innovazione imprenditoriale, disporre di consulenza tecnica e manageriale, avere rapporti continui con centri di ricerca, università, istituzioni pubbliche coinvolti in attività e progetti di imprese start-up innovative. Il requisito di innovazione, come per le start-up innovative, si riferisce all'innovazione tecnologica.

Infine, tra le start-up innovative, il Decreto Crescita bis riconosce, in categoria speciale, anche le start-up innovative a vocazione sociale. Esse comprendono il settore dell'assistenza sociale, assistenza sanitaria, dell'educazione, istruzione e formazione, dei servizi culturali. Tale inclusione è giustificata dal fatto che spesso questi settori risultano poco attrattivi per il mercato ed includerli nella qualifica di start-up innovative significa favorirli e sostenerli fiscalmente.

⁹⁶ Per sistema multilaterale di negoziazione s'intende la contrattazione privata di strumenti finanziari quotati.

Il secondo soggetto⁹⁷ a cui è concesso usufruire del servizio equity-based crowdfunding è la piccola media impresa innovativa⁹⁸. Secondo l'art.4 del d.l. 3/2015 la piccola media impresa ha caratteristiche molto simili alla start-up innovativa ma in più deve rispettare la definizione di PMI secondo Raccomandazione n.2003/361/CE della Commissione Europea del 6 maggio 2003 recepita in Italia con il Decreto Ministeriale del 18 aprile 2005. Tale definizione richiede di rispettare determinate soglie dimensionali circa il numero di dipendenti impiegati, il valore di fatturato annuo dichiarato e/o il valore di bilancio totale annuo posseduto. Nello specifico: la Media Impresa si caratterizza per impiegare meno di duecentocinquanta dipendenti, dichiarare un fatturato annuo inferiore al valore di cinquanta milioni di euro o possedere un attivo in Stato Patrimoniale inferiore al valore di quarantatré milioni di euro; la Piccola Impresa richiede un numero di dipendenti inferiore a cinquanta ed un valore di fatturato annuo o totale di bilancio annuo inferiore o pari a dieci milioni di euro; per completezza, la Micro Impresa richiede di occupare meno di dieci dipendenti e realizzare un fatturato annuo o possedere un valore di totale di bilancio annuo inferiore o pari a due milioni di euro.

Il numero di dipendenti è calcolato in termini di Unità Lavorative Anno (acronimo ULA) prendendo in considerazione i lavoratori d'impresa che durante l'anno hanno lavorato a tempo pieno, parziale o stagionale. Si considerano sia i dipendenti a tempo indeterminato che determinato, i proprietari d'impresa, i soci che svolgono attività regolari nell'impresa e godono di vantaggi finanziari da essa erogati, mentre sono esclusi i lavoratori con contratto di apprendistato, i contratti di formazione o inserimento, i lavoratori che si trovano in congedo di maternità/paternità.

Il valore di fatturato annuo si riferisce alla voce A1 del Conto Economico secondo il Codice civile, mentre per valore totale di bilancio si considera il valore totale di attivo patrimoniale dell'ultimo bilancio depositato.

Mentre per quanto riguarda i requisiti additivi, anch'essi sono molto simili a ciò che viene richiesto alla start-up innovativa ma nel rispetto di valori diversi per

⁹⁷Cfr. Ughetto Elisa, *Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022*, De Luca Roberto, *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*.

⁹⁸ In seguito, la CONSOB ha emanato una nuova disciplina sul tema per ammettere tutte le PMI escludendo di fatto il requisito d'innovazione.

almeno uno dei seguenti: *a)* il volume di spesa in ricerca, sviluppo ed innovazione dev'essere pari o superiore al 3% del maggior valore fra costo e valore totale di produzione, escludendo dal conteggio i costi di locazione ed acquisto di immobili; *b)* impiegare almeno un quinto della forza lavoro complessiva in personale qualificato come nel caso delle start-up innovative; *c)* essere titolari di private, come indicato per le start-up innovative.

Alla PMI è richiesto inoltre di non comparire nel Registro delle imprese sezione speciale come start-up innovativa ma di effettuare l'iscrizione come PMI, di far certificare il bilancio da revisore contabile o società di revisione regolarmente iscritti nel Registro dei revisori contabili e di non avere partecipazioni quotate sul mercato regolamentato.

I requisiti riportati devono valere al momento dell'iscrizione, atto richiesto quando una società si riconosce in una delle definizioni del Decreto Crescita⁹⁹. L'iscrizione avviene in apposita sezione speciale del Registro delle imprese ed ha valore di pubblicità legale normativa: essa è richiesta sia per ragioni di trasparenza e condivisione delle informazioni che per ottenere l'applicazione del regime di favore delle start-up innovative e piccole medie imprese.

L'iscrizione è autonoma quindi può essere effettuata sia al momento della costituzione che in periodo successivo. Le informazioni richieste riguardano data e luogo di costituzione, informazioni sul notaio, la sede principale e l'oggetto sociale, breve descrizione dell'attività svolta e delle spese in ricerca e sviluppo, elenco dei soci con informazioni relative ad essi ed ai dipendenti, diritti di private posseduti su proprietà intellettuale ed industriale, ultimo bilancio depositato. Le informazioni fornite ed i requisiti imposti devono essere dichiarati come in corso di validità dal legale rappresentante. Nello specifico, essi devono essere confermati entro trenta giorni dall'approvazione del bilancio o in generale entro sei mesi dalla chiusura d'esercizio. La frequenza di aggiornamento poi diventa semestrale e la consultazione può essere effettuata elettronicamente poichè tutte le informazioni devono essere presenti sulla home page del sito web d'impresa.

⁹⁹Cfr. Circolare Assonime n.11/2013, *L'impresa start-up innovativa*.

Perdere anche solo uno dei requisiti o non depositare l'attestazione di possesso dei requisiti comporta l'esclusione dall'applicazione della disciplina a regime di favore. Se ciò dovesse accadere, la società rimane iscritta nella sezione ordinaria del Registro delle imprese ma entro sessanta giorni dalla perdita di uno o più requisiti dev'essere cancellata dalla sezione speciale.

2.2.1 *Focus start-up s.r.l. innovative*

Come anticipato, nel definire misure di supporto alla crescita imprenditoriale, il legislatore ha permesso anche alle quote di start-up e PMI innovative costituite nella forma di società a responsabilità limitata di poter essere offerte al pubblico per la raccolta di capitale di rischio¹⁰⁰. Spesso, infatti, tali società prediligono la crescita alla trasformazione in società per azioni.

Con l'obiettivo di ridurre le differenze tra partecipazioni in forma di azioni e partecipazioni in forma di quote, il d.l. 179/2012 prevede sull'argomento due deroghe rispetto al regime ordinario: secondo l'art. 2468 del Codice civile le partecipazioni conferite a soci di società a responsabilità limitata non possono essere azioni ma quote, le quali non possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari e quindi essere scambiate sul mercato azionario regolamentato. Il decreto introduce, invece, l'art. 26, comma 5, il quale permette anche a questa tipologia di partecipazioni di diventare oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, vale a dire di poter essere considerate valido strumento ai fini della raccolta di capitale esattamente come le azioni scambiate sul mercato. Ovviamente la deroga rimane limitata all'applicazione di servizio equity-based crowdfunding ed a strumenti rappresentativi del capitale di rischio, andando ad escludere offerte al pubblico aventi per oggetto strumenti di debito o ibridi;

all'art. 26, comma 2 si prevede che le quote possano essere formulate in categorie il cui contenuto e diritti conferiti rimangono a discrezione della società emittente. Solitamente i diritti previsti dalla disciplina ordinaria per le quote di società a responsabilità limitata sono legati alla persona fisica che ha effettuato la sottoscrizione delle partecipazioni, mentre sotto il regime di favore è ammessa l'assegnazione di diritti speciali a determinate categorie di quote con particolare riguardo al conferimento di diritti amministrativi e di distribuzione degli utili. Ciò significa che è prevista la presenza di quote aventi diritti uniformi ma differenti: alcune quote possono rimanere ordinarie e

¹⁰⁰ Cfr. Circolare Assonime n.11/2013, *L'impresa start-up innovativa*, Guaccero Andrea, *La start – up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*.

conferire diritti non trasferibili all'eventuale vendita delle stesse, mentre altre possono conferire diritti trasferibili alla vendita della partecipazione ed in questo modo il diritto non sarà più esclusivamente legato alla figura del socio persona bensì alla categoria di appartenenza della quota, permettendo a questa di circolare senza necessariamente estinguere il diritto annesso. Inoltre, per i diritti speciali riguardanti il diritto di voto vi è una disciplina speciale che si discosta dal regime ordinario¹⁰¹ secondo cui le quote prevedono diritto di voto in proporzione al capitale conferito: nel contesto speciale è possibile decidere circa il conferimento del diritto di voto ed eventualmente di riconoscerlo in misura non proporzionale al capitale apportato o limitatamente a specifici argomenti.

Ancora, il decreto riconosce alla start-up innovativa o PMI di poter usufruire dello strumento stock options¹⁰² per incentivare e premiare dipendenti e collaboratori senza dover ricorrere alla distribuzione di utili (rispettando quindi i requisiti imposti), a differenza di quanto definito nel Codice civile circa il divieto di acquistare o accettare partecipazioni in garanzia.

Il contenuto delle diverse categorie di quote con assegnazione di eventuali diritti speciali potrà essere definito durante l'atto costitutivo, nel rispetto dei limiti imposti dalla legge¹⁰³, mantenendo tale suddivisione fino a cessazione di beneficio del regime di favore. È quindi prevista la predisposizione di termini e condizioni per determinarne la risoluzione nel momento in cui il rispetto dei requisiti di start-up innovativa o PMI dovesse giungere al termine. Infatti, va ricordato che start-up innovative e PMI sono definizioni temporanee superate le quali, le categorie di quote debbono tornare ad essere quote ordinarie.

Per quanto riguarda la circolazione delle quote di s.r.l.: esse possono essere sottoscritte o acquistate tramite intermediari che siano in possesso di abilitazione e che quindi svolgano l'operazione in nome e per conto del soggetto che ha accettato l'offerta sul portale. Entro trenta giorni dall'offerta l'intermediario deve comunicare al Registro delle imprese di avere titolarità di socio per conto terzi e perciò essere in possesso del conferimento di

¹⁰¹ Art. 2479, comma 5 del Codice civile.

¹⁰² Art. 26, comma 6.

¹⁰³ Per esempio, non è possibile incorporare quote a titoli azionari.

mandato. Tale mandato consente all'intermediario di a) poter effettuare l'intestazione delle quote in nome proprio e per conto del soggetto sottoscrittore, b) alienare le quote su volontà del soggetto, c) rilasciare, su richiesta del sottoscrittore, l'attestato di conferma per dimostrare la titolarità delle quote¹⁰⁴, d) accordare in qualsiasi momento la richiesta del sottoscrittore di intestazione delle quote di propria pertinenza. L'alienazione delle quote può avvenire attraverso annotazione di trasferimento presso i registri dell'intermediario senza costi da dover sostenere per nessuna delle parti coinvolte.

Questa diversa procedura di trasferimento delle partecipazioni incentiva il mercato secondario perchè semplifica la circolazione delle quote che prima richiedeva il rispetto di regole appartenenti alla disciplina ordinaria molto costose: secondo l'art. 2470 del Codice Civile, infatti, il trasferimento della partecipazione deve avvenire con sottoscrizione autenticata ed essere depositato dal notaio entro trenta giorni presso l'ufficio di Registro delle imprese appartenente alla circoscrizione della sede sociale.

Infine, la quota è considerata prodotto finanziario¹⁰⁵ secondo la definizione data dal T.U.F.¹⁰⁶, poichè costituisce una forma di investimento di natura finanziaria intesa come raccolta di capitale finanziario proveniente da risparmiatori, i quali si attendono un rendimento economico dalla gestione di risorse finanziarie da parte di altri soggetti. Sostanzialmente si tratta di un'operazione finanziaria fra le parti programmata in modo da iniziare e concludersi con denaro, oggetto d'interesse dell'intera operazione¹⁰⁷. La quota non rientra, invece, né nella definizione di 'valore mobiliare', poiché non rappresenta un vero titolo azionario, né nella definizione di 'strumento finanziario' che la renderebbe oggetto di servizio ed attività di investimento, come definito nell'art.1, comma 5 del T.U.F. per cui sarebbe prevista per

¹⁰⁴ Si tratta di documento che legittima l'esercizio dei diritti sociali e che dal punto di vista nominativo è riferito al soggetto sottoscrittore/acquirente.

¹⁰⁵ Cfr. Guaccero A., *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*.

¹⁰⁶ Art.1, comma 1, lett. u.

¹⁰⁷ Come spiegato da Guaccero A. in *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*.

esempio, negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini per clienti, gestione di portafogli e consulenza all'investimento.

Alla luce del riconoscimento nella definizione di prodotto finanziario, l'offerta al pubblico di quote di società costituite nella forma a responsabilità limitata può dare origine a tre scenari: a) l'offerta potrà essere effettuata rispettando l'ordinaria disciplina del Codice Civile circa l'offerta di prodotti finanziari¹⁰⁸; b) l'offerta rientra nella legislazione del TUF sulle offerte al pubblico di prodotti finanziari¹⁰⁹ ed allora sarà effettuata nel rispetto di tale disciplina; c) l'offerta è condotta tramite portale online e rientra nella legislazione speciale semplificata del TUF sulle offerte al pubblico di prodotti finanziari attraverso portali ed allora rispetterà tale disciplina.

Nello specifico, per offerta che rientra nella disciplina T.U.F. sulle offerte al pubblico di prodotti finanziari va verificata la non appartenenza alle esclusioni previste dall'art. 100 del testo che riguardano titoli il cui ammontare complessivo rientri nelle soglie CONSOB e comunque inferiore a otto milioni di euro, titoli aventi per destinatari i soli investitori professionali, titoli destinati ad un numero di soggetti inferiore alla soglia CONSOB, strumenti emessi da banche con scadenza inferiore all'esercizio. L'articolo, al comma 4, riconosce, però, alla CONSOB la possibilità di emanare regolamento opportuno per consentire offerte al pubblico di tali prodotti finanziari esclusi. Ed infatti l'ultimo scenario previsto riguarda proprio l'offerta disciplinata attraverso modifiche del T.U.F. apportate in tema equity-based crowdfunding purchè condotta tramite portali online. In questo caso sono di rilevanza, l'art. 50-quinquies e l'art. 100-ter del testo poiché lì viene data indicazione rispettivamente sulla figura di gestore del portale e di meccanismo per offrire i prodotti finanziari attraverso la piattaforma: come già descritto nei paragrafi precedenti, è richiesta l'emissione da parte dei soli soggetti coinvolti nell'equity-based crowdfunding e la partecipazione di categorie d'investitori sia professionali che non purchè tutelati, è richiesto che l'ammontare di offerta complessiva rientri nelle soglie CONSOB di cinque milioni di euro e viene data indicazione circa il trattamento di quote s.r.l. .

¹⁰⁸ Art. 1336 Codice Civile.

¹⁰⁹ Art. 94 T.U.F.

2.3. Equity-based crowdfunding vs. servizio di collocamento

Il servizio di equity-based crowdfunding ricorda il servizio di collocamento¹¹⁰.

Per servizio di collocamento s'intende un servizio d'investimento che prevede la presenza di intermediari autorizzati per diffondere e distribuire strumenti finanziari, quali azioni ed obbligazioni, sia sul mercato primario¹¹¹ che sul mercato secondario¹¹². È un servizio previsto e quindi riconosciuto dal Testo Unico della Finanza con il Decreto Legislativo 58/1998.

Nonostante l'affinità di servizio offerto, però, i due elementi sono caratterizzati da alcune importanti differenze.

Prima fra tutte l'applicazione del regime di prospetto: essa risulta obbligatoria per le situazioni in cui è prevista offerta al pubblico di sottoscrizione o di vendita di prodotti finanziari attraverso l'intermediazione da parte di soggetti collocatori. Il servizio di collocamento, infatti, rispetta tale regime, mentre il servizio di equity-based crowdfunding ne è escluso al fine di semplificarne ed incentivarne l'utilizzo.

Per quanto riguarda le differenze dal punto di vista soggettivo, l'equity-based crowdfunding è utilizzabile in Italia da imprese che rispettano specifici requisiti, quali ad esempio la veste giuridica e l'oggetto sociale, mentre il servizio di collocamento è accessibile senza alcuna limitazione circa le caratteristiche possedute dal soggetto emittente.

Altre differenze soggettive includono il ruolo di intermediazione ed i destinatari dell'offerta. Per il servizio di collocamento il ruolo di intermediazione è esclusivamente riconosciuto ad intermediari tradizionali, quali banche ed imprese d'investimento, mentre per il servizio di equity-based crowdfunding il legislatore riconosce sia la presenza di intermediari tradizionali che di soggetti

¹¹⁰ Cfr. Accettella – Ciocca, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*.

¹¹¹ Per mercato primario s'intende il mercato di riferimento per le nuove emissioni di strumenti finanziari. Qui la vendita di titoli avviene a prezzo stabilito a priori e coinvolge tipicamente investitori istituzionali e/o investitori selezionati.

¹¹² Per mercato secondario s'intende il mercato di riferimento per acquistare e scambiare strumenti finanziari già in circolazione. Qui il prezzo di scambio varia continuamente perchè segue l'andamento di mercato e l'incontro fra domanda ed offerta. Il mercato secondario regolamentato più conosciuto è la Borsa Valori, mentre gli scambi non regolamentati avvengono su mercati OTC (over the counter).

differenti, quali il gestore del portale, purchè questi siano autorizzati dalla CONSOB. Gli intermediari tradizionali che fanno da collocatore s'interfacciano sia con l'offerente che con gli investitori nello svolgimento di attività promozionale di strumenti finanziari e, pertanto, sono tenuti a seguire l'ordinamento europeo e le regole di condotta incluse nella direttiva MiFID: informare circa il servizio offerto e gli strumenti finanziari collocati, assicurarsi che gli investitori partecipanti siano appropriati allo svolgimento dell'operazione. Invece il gestore di portale è soggetto ad obblighi più limitati, quali per esempio mettere a disposizione dati ed informazioni relativi all'offerta per il tempo concordato con l'emittente.

Inoltre, nel servizio di collocamento il contratto fra le parti prevede l'assunzione a fermo. Ciò significa che se l'offerta al pubblico non ha successo, l'intermediario si assume il rischio di mantenere la titolarità degli strumenti finanziari che non sono stati collocati sul mercato e di non ottenere alcuna conseguente remunerazione per il servizio svolto. Normalmente, infatti, la remunerazione del collocatore è proporzionata alla percentuale di strumenti finanziari collocati al pubblico, attraverso il meccanismo conosciuto come *underwriting agreement* che incentiva quindi il soggetto collocatore ad impegnarsi nel cercare di collocare il maggior numero di strumenti finanziari possibile presso gli investitori interessati. Gli strumenti finanziari che al termine del periodo di offerta rimangono non collocati presso gli investitori sono sottoscritti o acquistati dagli stessi collocatori che assumono in questo modo un'obbligazione nei confronti dell'emittente, qui il meccanismo prende nome di *old fashioned underwriting*. Quando la sottoscrizione o l'acquisto di strumenti finanziari avviene prima dell'offerta, cioè per collocatore che assume preliminarmente l'obbligazione e poi s'impegna ad effettuare il collocamento presso gli investitori, si tratta di *firm commitment underwriting*. I tre meccanismi di underwriting sono quindi caratterizzati da differente incentivo per il collocatore: nel primo caso vi è la sola remunerazione, nel secondo e nel terzo caso l'assunzione di ulteriore obbligazione e rischiosità. Diversamente, nel servizio di equity-based crowdfunding l'emittente ed il gestore di portale si accordano se legare la remunerazione di quest'ultimo al successo della campagna di raccolta attraverso una *success fee*, ovvero nel caso in cui venga definito un target di raccolta ed al termine della campagna esso sia

raggiunto, il gestore avrà diritto ad una remunerazione di completo successo mentre per esito di campagna negativo vi sarà una trattenuta sul suo compenso, oppure se prevedere remunerazione proporzionale alla somma raccolta, la quale potrebbe non coincidere (ed essere quindi anche inferiore) al target prefissato. Le diverse modalità sottolineano come il vincolo assunto per servizio di collocamento sia maggiore rispetto a servizio di equity-based crowdfunding.

Non è comunque vietato al gestore di piattaforma equity-based crowdfunding definire un contratto con assunzione a fermo, ma la condizione è riservata ai tradizionali intermediari autorizzati poichè i gestori di portale diversi da banca ed impresa di investimento hanno il divieto di assumersi l'obbligo di acquisto di strumenti finanziari che poi non sarebbero in grado di collocare. L'accettazione di maggior rischio da parte del gestore di portale implicherebbe, però, maggiori costi da far sopportare poi all'offerente il quale opterebbe logicamente per un portale gestito da soggetto meno rischioso.

Infine, i destinatari dell'offerta possono essere selezionati e limitati dall'emittente quando si tratta di servizio di collocamento, oppure determinati secondo legge quando si tratta di equity-based crowdfunding nelle figure di investitori professionali ed investitori retail.

Per quanto riguarda il punto di vista oggettivo, invece, una prima differenza riguarda il mercato di riferimento: il servizio di equity-based crowdfunding opera sul mercato primario perchè interessa l'emissione di partecipazioni da parte di imprese per raccogliere capitale e nello specifico si riferisce al mercato primario non regolamentato, mentre il servizio di collocamento può operare sia sul mercato primario che sul mercato secondario poichè s'interessa di collocare gli strumenti finanziari indipendentemente dal fatto che essi siano di prima emissione o scambiati fra investitori. È giusto, tuttavia, sottolineare che, in Italia, offrire strumenti finanziari precedentemente emessi e quindi già in circolazione tramite portale online non è considerato illegale: semplicemente quest'operazione non potrebbe più essere inclusa nella definizione di equity-based crowdfunding e non potrebbe quindi godere di esenzioni ed agevolazioni tipiche del fenomeno.

Altra differenza oggettiva è la dimensione d'offerta: per il servizio di collocamento non sono previsti limiti o particolari regole da dover rispettare per cui emittente e collocatore, oppure investitori che si servono dell'intermediario, possono concordare liberamente l'ammontare di scambio, mentre per il servizio di equity-based crowdfunding la legge nazionale prevede un ammontare d'offerta specifico¹¹³ che se superato comporta l'applicazione integrale del regime di trasparenza dell'offerta al pubblico di strumenti finanziari.

L'ultima differenza oggettiva riguarda proprio l'oggetto d'offerta: tramite servizio di collocamento è possibile offrire al pubblico strumenti finanziari sia in capitale di rischio che in capitale di debito, vale a dire sia azioni che obbligazioni, mentre il servizio di equity-based crowdfunding permette la sola offerta di strumenti finanziari rappresentativi del capitale di rischio, azioni ma anche quote s.r.l.. Di recente, questa scelta d'offerta è stata ampliata ammettendo anche i mini-bonds, che di fatto rappresentano sì capitale di debito ma con le loro caratteristiche rimangono riservati ai soggetti emittenti selezionati per accedere al servizio.

¹¹³ In Italia individuato alla soglia di cinque milioni di euro.

2.4. Diritti e doveri dei soggetti coinvolti

In equity-based crowdfunding la piattaforma permette l'incontro fra emittenti e finanziatori. L'operazione di negoziazione avviene quindi tra queste due figure ma è comunque necessario regolamentare la relazione fra l'emittente ed il gestore della piattaforma per proteggere gli interessi degli investitori, i quali dovranno rivelarsi autonomi nella scelta dell'investimento valutando opportunamente i rischi ed indagando circa la bontà dell'investimento senza che vi sia alcuna influenza da parte del gestore di portale.

L'utilizzo della piattaforma online deve rispettare la regolamentazione di riferimento e se la piattaforma è internazionale si applica la legge vigente nella sede principale in cui si trova la società che la gestisce.

2.4.1 Gestore del portale ed emittente

L'elemento necessario allo svolgimento di equity-based crowdfunding è sicuramente il portale per la raccolta di capitali, la cui definizione è riportata nell'art.1, comma 5-novies del T.U.F., ovvero una piattaforma online esclusivamente dedicata alla raccolta di capitale di rischio da parte di start-up innovative e PMI. La gestione di tale elemento è consentita ad opportune e specifiche figure a cui, ancora una volta, il T.U.F. ha provveduto a dare una definizione all'art.50-quinquies: banche ed imprese di investimento autorizzate a svolgere attività e servizi di investimento ma anche soggetti differenti a cui viene, però, richiesto di essere iscritti in registro CONSOB specifico.

Al comma 3 dello stesso articolo sono poi riportati i requisiti da dover rispettare per poter svolgere l'incarico di gestione di portale¹¹⁴: a) costituirsi in forma di società per azioni (s.p.a.), società in accomandita per azioni (s.a.p.a.), società a responsabilità limitata (s.r.l.) o società cooperativa; b) avere sede legale ed amministrativa in Italia o comunque possedere stabile

¹¹⁴ Cfr. Accettella – Ciocca, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*.

organizzazione sul territorio italiano; c) avere oggetto sociale coerente con la definizione di gestore di portale data dal medesimo articolo al comma 1; d) presentare, secondo indicazioni CONSOB, una relazione sull'attività di impresa e sulla struttura organizzativa; e) il requisito di onorabilità e professionalità dev'essere posseduto dai soggetti di controllo o dai soggetti amministrativi. Nello specifico per l'ultimo requisito, è richiesto rispettivamente che non vi sia interdizione o inabilitazione affinché si possa disporre dei propri diritti, e che per almeno due anni siano state esercitate attività amministrative o di controllo presso imprese appartenenti ai settori finanziario e creditizio, oppure attività d'insegnamento universitario in materie economiche o giuridiche, o ancora svolgimento di attività amministrative o dirigenziali presso enti pubblici/privati nel settore economico-finanziario. Per incentivare la partecipazione e la concorrenza fra le figure di gestione di portale¹¹⁵, anche agli amministratori che non stiano svolgendo ruoli esecutivi è consentito di far richiesta semplicemente dimostrando di aver operato per almeno due anni in settori ad elevata componente innovativa. Infine, ai soggetti si richiede di non svolgere la stessa attività di amministrazione, direzione o controllo presso gestore di portale concorrente, fatta eccezione per le società appartenenti allo stesso gruppo.

Non possedere tali requisiti implica la cancellazione dal registro CONSOB, a meno che entro due mesi non vi sia il ripristino delle caratteristiche richieste. Per tale evenienza e per il periodo necessario a regolarizzare la posizione del gestore, dev'essere attuata la sospensione delle offerte di portale e l'impossibilità di poter pubblicare nuove campagne in modo da continuare ad assicurare la protezione degli investitori.

Dunque esistono due categorie di gestore di portale¹¹⁶: il gestore su richiesta che per svolgere il ruolo deve necessariamente iscriversi alla sezione ordinaria del registro CONSOB; il gestore di diritto, quale banca o impresa di investimento, la cui iscrizione alla sezione speciale del registro CONSOB ha valore di pubblicità notizia e quindi dal punto di vista giuridico viene più

¹¹⁵ Cfr. De Luca Roberto, *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*.

¹¹⁶ Cfr. Accettella – Ciocca, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, Greselin Anna, Di Brina Leonardo, *Equity crowdfunding- La disciplina delle start up innovative*.

correttamente identificata come annotazione in quanto la sua funzione diventa semplicemente anagrafica per rilevare i soggetti precedentemente autorizzati ad offrire servizi di investimento a cui si aggiunge anche l'autorizzazione ad esercitare servizio di equity-based crowdfunding.

L'iscrizione del gestore di portale viene svolta in due fasi: la fase istruttoria in cui vengono richieste tutte le informazioni necessarie al completamento della procedura e la fase valutativa per verificare l'esercizio del ruolo di gestione dello strumento¹¹⁷. Il tutto deve essere risolto entro sessanta giorni dalla presentazione di domanda di iscrizione.

Mentre la cancellazione dal registro può avvenire su base volontaria perchè è il gestore di portale stesso a farne richiesta; per ragioni di decadenza, vale a dire che si perdono i requisiti necessari allo svolgimento del ruolo o non viene pagato il contributo di vigilanza; per motivi sanzionatori; per radiazione disposta dalla CONSOB¹¹⁸.

Ad oggi la sezione ordinaria del registro CONSOB conta l'iscrizione di circa cinquanta gestori¹¹⁹ e per ognuno di essi è riportata a) la denominazione sociale, b) il luogo della sede legale, c) il luogo della sede amministrativa, d) indirizzo internet del portale, e) delibera d'iscrizione, f) numero di iscrizione e g) breve descrizione della tipologia di attività svolta.

Entrambe le categorie di gestione del portale sono tenute al rispetto di alcuni doveri al fine di poter offrire un servizio di equity-based crowdfunding opportuno¹²⁰. Nel dettaglio, i soggetti tradizionali, quali banche ed imprese di investimento, sono tenuti ad operare nel rispetto delle regole di condotta, da adottare nei confronti degli investitori per prestare attività e servizi di investimento e di collocamento a distanza, riportate nel T.U.F.¹²¹, per cui a titolo esemplificativo, è richiesto di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza per poter garantire gli interessi del cliente e l'integrità del mercato. Mentre per i soggetti che richiedono di poter svolgere ruolo di gestione della

¹¹⁷ Spesso questa fase non si basa su vere prove pratiche ma valutando i documenti a disposizione.

¹¹⁸ In quest'ipotesi per poter fare richiesta di nuova registrazione bisogna attendere almeno tre anni.

¹¹⁹ Per approfondire, <https://www.consob.it/web/area-pubblica/registro-crowdfunding-sezione-ordinaria>, aggiornato al 18/11/2022.

¹²⁰ Cfr. Vitali Matteo L., *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*.

¹²¹ Art. 21 e seguenti.

piattaforma, e si iscrivono in apposito registro CONSOB, si applica un regime giuridico semplificato che comunque richiede di agire in modo professionale evitando conflitti di interesse e garantendo parità di trattamento per investitori che accedono all'offerta alle stesse condizioni, ed impone il divieto di detenzione di denaro e/o strumenti finanziari per conto terzi e l'obbligo di comunicare la decisione d'investimento del backer solamente ai soggetti autorizzati per realizzare la sottoscrizione.

Il rispetto di queste regole non prevede eccezioni: qualunque accordo preso fra gestore di portale ed emittente che ripartisca le responsabilità in modo differente da ciò che prevede la legge è considerato invalido e sanzionabile per violazione delle regole di condotta. La nullità si riferisce al singolo accordo e lascia invariata la validità del restante contratto a meno che non si rilevi che in assenza di tale accordo le parti non avrebbero mai preso parte al contratto. Ne deriva che l'inadempimento all'accordo non previsto dalla legge non comporta diritto di risarcimento per la parte lesa.

A seconda della gravità e della violazione, per i gestori di portale su richiesta sono quindi previste¹²²: a) sanzioni pecuniarie da cinquecento a venticinquemila euro; b) sospensione dell'attività di gestione di portale, tipicamente per aver violato le regole di condotta¹²³ riguardanti l'applicazione di diligenza, correttezza e trasparenza, per non aver evitato conflitti di interesse che hanno portato ad influenzare negativamente l'investitore, per il mancato aggiornamento o la poca chiarezza delle informazioni o per omissione delle stesse, per servirsi di intermediario finanziario non autorizzato; c) radiazione, prevista in casi particolarmente gravi che rappresentano una contraddizione ai principi base dell'attività di gestione di portale¹²⁴, quali permettere che la raccolta di capitali venga svolta da emittenti non autorizzati, contraffazione di firma dell'investitore, gestione di denaro e/o strumenti finanziari, comunicazione alla CONSOB di informazioni false, comunicazione di sottoscrizione per strumenti finanziari non autorizzati dall'investitore, impedimento all'esercizio di diritto di recesso/revoca da parte dell'investitore. Infine, lo svolgimento del ruolo senza autorizzazione

¹²² Cfr. Greselin Anna, Di Brina Leonardo, *Equity crowdfunding- La disciplina delle start up innovative*.

¹²³ Regole di condotta riportate nel *Titolo II* del Regolamento CONSOB.

¹²⁴ Art.23 del Regolamento CONSOB.

rappresenta un atto abusivo e può essere sanzionato amministrativamente da un minimo di duemilacinquecento euro fino ad un massimo di duecentocinquantamila euro.

Mentre per i gestori di diritto sono previste conseguenze diverse riferite all'opportuna disciplina di comportamento.

Il ruolo di controllo è riconosciuto alla CONSOB che oltre a vigilare, può effettuare ispezioni presso le sedi dei portali. Qualora il gestore di portale possedesse anche filiali estere, essa può richiedere la collaborazione delle autorità competenti internazionali, le quali effettueranno ispezioni da parte sua. Mentre la vigilanza dei gestori di diritto è effettuata dalla Banca d'Italia in quanto essi sono i soggetti che gestiscono il denaro e la sottoscrizione degli strumenti finanziari.

Il gestore di portale non può in alcun modo influenzare le scelte di investimento dei backers¹²⁵: svolgere attività di consulenza o fare raccomandazioni sulla piattaforma è assolutamente vietato ma è possibile offrire tali servizi su differente pagina web poichè il fine esclusivo di raccolta del capitale è limitato alla sola piattaforma mentre nulla viene detto per quanto riguarda le attività del soggetto gestore di portale.

Il soggetto gestore è, però, tenuto ad informare l'investitore circa l'operazione di investimento poichè la piattaforma svolge ruolo di presentazione ed esposizione delle campagne ospitate, come se si trattasse di una sorta di vetrina virtuale in cui le varie campagne sono lanciate attraverso un modello grafico standard per non creare maggior visibilità o evidenza in alcuni progetti rispetto ad altri.

Le informazioni fornite devono essere esposte in modo completo e dettagliato e soprattutto chiaro, senza utilizzare linguaggi estremamente tecnici per non escludere nessun interessato all'operazione. Esse devono essere sempre aggiornate e disponibili. Nello specifico, la disponibilità di accesso alle

¹²⁵Cfr. Laudonio Aldo, *Equity – based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino – americane*, Greselin Anna, Di Brina Leonardo, *Equity crowdfunding- La disciplina delle start up innovative*.

informazioni dev'essere garantita per almeno dodici mesi dalla chiusura dell'offerta e per almeno cinque anni su richiesta.

In particolare, per ogni offerta devono esservi informazioni riguardanti: a) generale avvertenza per sgravare il gestore di portale dalla responsabilità sulla veridicità delle informazioni riportate che non riguardano la piattaforma. Il gestore di portale ha infatti il dovere di comunicare le informazioni fornite dall'emittente ma non ne può essere ritenuto responsabile¹²⁶. Il responsabile circa la veridicità di ciò che viene comunicato all'investitore rimane il fundraiser poichè essendo questo un soggetto tipicamente di nuova costituzione non è possibile verificare, tramite analisi quantitative, quanto dichiarato¹²⁷; b) rischi relativi all'investimento in imprese come appunto start-up innovative e PMI che riguardano principalmente il rischio di illiquidità dovuto alle tempistiche dell'operazione, il rischio di perdita dell'ammontare investito ed il rischio di frode¹²⁸ ma anche informazioni sulle agevolazioni fiscali di cui poter godere; c) informazioni relative allo specifico emittente, quali il rimando alla home page di riferimento ed i curricula vitae degli amministratori, e sugli strumenti finanziari offerti presentando le condizioni e tempistiche con cui verranno consegnati ed i diritti che essi conferiscono, la possibilità di ottenere *stock options*¹²⁹ e le clausole di *way out* previste per eventuale cessione di partecipazioni da parte dei soci di controllo; d) informazioni specifiche all'offerta secondo quanto richiesto dalla CONSOB, quali la possibilità lato investitore di esercitare diritto di recesso o di revoca, la modalità con cui viene calcolata la percentuale pari al 5% di raccolta che deve essere sottoscritto da investitori professionali, lo stato di adesione attuale dell'offerta, i dettagli bancari per il conto del fundraiser; e) informazioni sui servizi aggiuntivi offerti dal gestore su altra pagina web.

¹²⁶ Ad eccezione della situazione in cui con i mezzi a propria disposizione, avrebbe potuto riconoscere la falsità d'informazione. Questa è l'unica evenienza in cui gli si può imputare la colpa poichè il gestore di portale è sempre tenuto ad operare con la diligenza richiesta dall'attività svolta.

¹²⁷ Inoltre, la verifica da parte del gestore di portale implicherebbe costi non indifferenti che si rifletterebbero sul costo del servizio.

¹²⁸ La CONSOB mette a disposizione dell'investitore linee guida per individuare ed evitare i casi di truffe.

¹²⁹ La *stock option* riconosce il diritto di poter acquistare la partecipazione di società in un momento futuro a prezzo d'esercizio determinato nel presente. Il valore della stock option è dato dalla possibilità di potervi fare speculazione.

Mentre le informazioni a responsabilità del gestore di portale riguardano a) i propri dati personali, b) le attività che la piattaforma offre, c) il criterio di selezione delle offerte, d) la gestione degli ordini di sottoscrizione di strumenti finanziari, e) i costi previsti per gli investitori, f) la protezione e gestione di eventuali casi di frode, g) la gestione dei conflitti di interesse, h) il trattamento dei dati personali, i) l'analisi dei dati registrati da ogni campagna ospitata ed i risultati ottenuti, j) il materiale fornito dalla CONSOB per l'educazione finanziaria dell'investitore. Nello specifico riguardo del criterio di selezione delle offerte, si riportano gli esempi dei due portali che in Italia presentano il maggior volume di raccolta: MamaCrowd¹³⁰ e CrowdFundMe¹³¹. Essi selezionano gli offerenti in base alla liceità e conformità alle norme dei progetti presentati, nonostante le due sole caratteristiche possano comunque non essere sufficienti a garantire l'accesso al servizio essendo che la decisione finale spetta alla discrezione del gestore di portale. Di norma, infatti, la selezione si basa sull'esito finanziario ottenibile dai progetti, essendo questo uno dei principali fattori per determinare la reputazione della piattaforma e la parziale remunerazione del gestore, ma si prende anche in considerazione la fattibilità del business plan dichiarato: un progetto dall'esito finanziario incerto ma con buona attrattiva per il pubblico sarà favorito nella selezione rispetto ad un progetto il cui esito finanziario è sì più sicuro ma la cui capacità comunicativa ed attrattiva risultano di scarso interesse pubblico.

Per assicurarsi che l'investitore prenda visione di tutte queste informazioni e sia dunque tutelato se non idoneo all'investimento, il gestore di portale deve organizzare la struttura della piattaforma in modo adeguato¹³²: la partecipazione all'investimento e quindi l'adesione all'offerta devono essere subordinate alla presa visione del materiale informativo, alla dichiarazione di poter sopportare perdite economiche e all'aver fornito alcune informazioni sulla propria esperienza nell'ambito degli investimenti. La verifica delle informazioni dichiarate dall'investitore è a discrezione del gestore di portale che può caricarsi di quest'ulteriore obbligo conducendo una verifica diretta

¹³⁰ <https://mamacrowd.com/it/>

¹³¹ <https://www.crowdfundme.it/>

¹³² Cfr. Greselin Anna, Di Brina Leonardo, *Equity crowdfunding- La disciplina delle start up innovative*.

oppure delegare al soggetto autorizzato di riferimento, banca o impresa d'investimento, ottenendo una verifica indiretta. In quest'ultimo caso il gestore di portale avrà meno responsabilità e costi da dover sostenere e potrà applicare una riduzione sul prezzo richiesto per il servizio, mentre al fine di contenere i costi per il gestore di diritto sono previste alcune soglie al di sotto delle quali non sarà necessario effettuare tale verifica: esse rappresentano le precedentemente riportate soglie di profilatura secondo regolamento CONSOB ovvero per le persone fisiche ordini individualmente inferiori a cinquecento euro oppure inferiori a mille euro annuali e per le persone giuridiche ordini individualmente inferiori a cinquemila euro oppure inferiori a diecimila euro annuali. Per l'emittente, invece, il costo complessivo del servizio di equity-based crowdfunding non varierà particolarmente poiché dovrà in ogni caso remunerare un altro soggetto per svolgere tale verifica. In ogni caso, la scelta di effettuare verifica diretta o indiretta può variare di volta in volta a seconda dell'offerta in essere e della negoziazione con l'emittente.

All'emittente¹³³, rappresentato dal fundraiser che fa richiesta di accesso al servizio di equity-based crowdfunding, viene richiesto di possedere un conto corrente presso la banca o l'impresa di investimento a cui il gestore di portale trasmette l'ordine, per facilitare l'operazione di trasferimento di capitale eventualmente raccolto. Tale conto deve, però, avere un vincolo di indisponibilità la cui cessazione, seppur non esplicitamente indicata dal regolamento, può verificarsi in tre momenti a) a conclusione della campagna, se positiva; b) al raggiungimento del 5% di capitale raccolto sottoscritto da investitori professionali; c) al raggiungimento del tempo concesso all'investitore per poter esercitare il diritto di recesso o revoca.

Nello stipulare un contratto, il gestore di portale ed il fundraiser possono liberamente accordarsi sulla durata della campagna e sulla modalità e frequenza d'aggiornamento delle informazioni relative alla raccolta. Si può

¹³³ Cfr. Greselin Anna, Di Brina Leonardo, *Equity crowdfunding- La disciplina delle start up innovative*.

inoltre prevedere che non vi sia esclusività nell'utilizzo della piattaforma, vale a dire che la campagna può essere lanciata su più piattaforme in contemporanea a patto che gli investitori siano informati dell'esistenza della stessa offerta su piattaforme concorrenti.

2.4.2 *Investitore*

Secondo gli studi condotti ed i dati raccolti da Michele Mozzarelli¹³⁴ ¹³⁵l'investitore persona fisica in equity-based crowdfunding può essere definito tipicamente come un individuo di sesso maschile¹³⁶, residente nella regione Lombardia o meno frequentemente Piemonte¹³⁷, di età compresa fra i trentasei e quarantanove anni, i cui importi d'investimento sono rappresentati per l'81% da sottoscrizioni il cui valore risulta inferiore ai cinquemila euro e di cui solo il 31% riguarda effettivamente un ammontare investito compreso tra i mille ed i cinquemila euro. Gli studi dimostrano, inoltre, che diversamente da quanto avviene per investitori professionali, la continua interazione tra l'investitore e l'impresa offerente non è necessaria: la tecnologia a disposizione, qui il portale online, permette di condurre l'investimento attraverso processi semplici e standardizzati evitando di dover avviare costose trattative. La negoziazione fra le parti dev'essere semplificata in ragione del rapporto fra benefici e costi lato investitore, il quale sottoscrive una percentuale minima rispetto all'intero capitale d'impresa¹³⁸. Inoltre, va considerato che il tempo ed il luogo della sottoscrizione non devono necessariamente coincidere con la stipulazione di contratto fra le parti poiché l'interesse all'investimento potrebbe avvenire a campagna appena iniziata. Da ciò ne deriva che l'investitore non assume immediatamente la carica di socio ma deve attendere la conclusione della campagna e la conferma di aumento

¹³⁴ Professore presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano.

¹³⁵ Cfr. Mozzarelli Michele, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*.

¹³⁶ Come rilevato nell'86% del campione di studio.

¹³⁷ La provenienza rispecchia perfettamente l'area geografica in cui le start-up sono effettivamente più diffuse.

¹³⁸ Secondo i dati raccolti da M. Mozzarelli, in relazione al volume complessivo di sottoscrizione solo il 13% delle partecipazioni conferisce diritto di voto.

di capitale sociale attraverso regolare iscrizione presso il registro delle imprese.

Alla chiusura d'offerta l'investitore è tenuto a reperire le notizie d'interesse direttamente dal sito web dell'emittente per cui vige l'obbligo di aggiornamento a frequenza semestrale.

Per quanto riguarda i diritti dell'investitore¹³⁹, il legislatore ha individuato alcuni meccanismi di tutela. L'argomento è infatti di notevole importanza poichè nel fenomeno di equity-based crowdfunding vi è un elevato rischio intrinseco ai soggetti su cui si investe che oltre ad essere di recente costituzione e senza alcun dato storico su cui basare le proprie prospettive di rendimento futuro, sono anche soggetti innovativi caratterizzati da alta componente tecnologica a sua volta caratterizzata da incertezza. In più va considerata la presenza di asimmetrie informative poichè l'emittente si trova in una posizione di conoscenza superiore rispetto all'investitore medio.

L'investitore, quindi, ha il dovere di aumentare la propria attenzione circa i rischi d'investimento informandosi tramite il materiale educativo messo a disposizione dal portale. Il soggetto è poi tenuto alla compilazione del questionario di appropriatezza dimostrando così di avere le caratteristiche adatte per poter effettuare l'investimento, oltre che dichiarare di poter sostenere dal punto di vista economico l'eventuale perdita di ammontare conferito. In mancanza di ciò, infatti, il gestore di portale non potrà acconsentire alla partecipazione d'investimento del soggetto.

Se ad un investitore idoneo viene comunque permesso di aderire all'offerta, vi è la possibilità di richiedere risarcimento sia al gestore di portale che all'emittente di tale offerta.

Il legislatore prevede protezione dell'investitore sia ex ante che ex post investimento¹⁴⁰: pre-investimento il soggetto viene posto nelle condizioni di prendere coscienza dell'operazione che vuole effettuare e valutare la propria

¹³⁹ Cfr. Vitali Matteo L., *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, Mozzarelli Michele, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*.

¹⁴⁰ Cfr. Laudonio Aldo, *Equity – based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino – americane*.

idoneità in base al tipo di rischio che intende intraprendere, post investimento ha invece la possibilità di ritarsi dall'operazione qualora, grazie alla dilazione di tempo concessa, si rendesse conto di non voler più proseguire.

Nello specifico, il regolamento CONSOB riconosce all'investitore il diritto di recesso dall'offerta da poter esercitare entro sette giorni dall'adesione di questa senza dover fornire alcuna motivazione nè sostenere alcun costo. All'investitore che intende esercitare tale diritto viene solamente chiesto di accordarsi con l'emittente, in quanto il contratto è stato stipulato con questa controparte e successivamente la decisione di recesso potrà essere comunicata al gestore, il quale, a sua volta, dovrà riconoscere il diritto dell'investitore senza applicare penali o costi aggiuntivi.

Mentre all'art. 25, comma 2, è previsto l'esercizio del diritto di revoca: l'investitore ha diritto a non proseguire nella sottoscrizione dello strumento finanziario offerto tramite portale e ad ottenere la liquidazione dell'investimento se nell'intervallo temporale che intercorre fra il momento d'adesione ed il momento in cui l'offerta è chiusa in modo definitivo, sopravvenga un nuovo fatto o vi sia conoscenza di un errore materiale sulle informazioni presenti sul portale che possa influire sulla decisione d'investimento.

Come per il diritto di recesso, anche la revoca dev'essere esercitata in tempi brevi, vale a dire entro sette giorni dal momento in cui le informazioni sono messe a conoscenza degli investitori.

Solitamente l'investitore esercita tale diritto in situazioni in cui la compagine societaria dell'offerente subisce un cambiamento tale da rendere motivato il ripensamento circa l'investimento e gli errori materiali a cui si fa riferimento possono riguardare per esempio il prezzo di offerta o la quantità di prodotti offerti.

Infine, si prevede tutela dell'investitore anche a seguito della chiusura dell'offerta perchè sottoscrivendo partecipazioni societarie, ha diritto a poter applicare le clausole di way out, la cui presenza dev'essere garantita in Statuto e verificata da gestore di portale. Esse sono esercitabili nell'evenienza di trasferimento delle partecipazioni di controllo avvenuta, appunto, dopo la conclusione dell'offerta, per tutto il periodo in cui la società è considerata start-up innovativa (o PMI) o comunque entro i tre anni successivi all'operazione.

L'eccezione è, però, rappresentata dalla situazione in cui tali partecipazioni siano trasferite ad investitori professionali e/o incubatori di start-up certificati e/o fondi bancari che siano già in possesso (o abbiano sottoscritto nella stessa offerta) partecipazioni della società in questione.

Tra le clausole di way out più conosciute, vi è il diritto di co-vendita, *tag along*, che tutela i soci di minoranza della società in quanto permette loro di poter vendere le proprie partecipazioni allo stesso soggetto ed alle stesse condizioni negoziate dai soci di maggioranza, i quali possiedono un potere di contrattazione maggiore, che vogliono cedere il controllo.

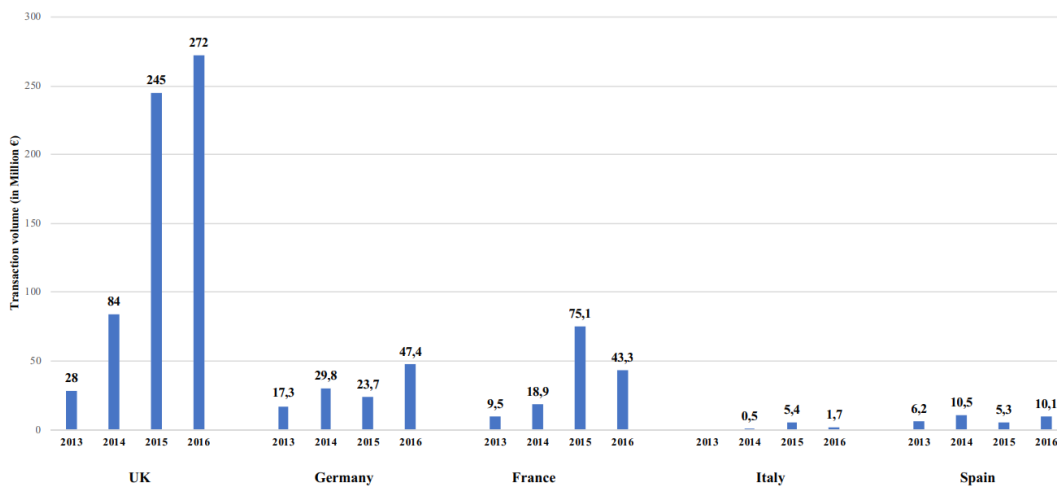
3. Regolamentazione estera

Come già osservato, il fenomeno crowdfunding è presente in tutto il mondo¹⁴¹ e per la tipologia specifica di equity-based crowdfunding si ha la necessità di definire una regolamentazione opportuna a tutela degli interessi di tutte le parti coinvolte nello svolgimento del servizio. In Europa, essendo il fenomeno in rapida ascesa, i decisori politici dei vari Paesi sono posti davanti ad una grande sfida: la mancanza di una regolamentazione appropriata espone il mercato a scenari imprevedibili ed alimenta l'incertezza nelle decisioni d'investimento ma in un contesto legislativo adeguato il mercato finanziario potrebbe prosperare ed i volumi di capitale raccolto grazie all'equity-based crowdfunding aumentare. Vi sono quindi Paesi che hanno optato per regimi *ad hoc* atti alla protezione dell'investitore e Paesi che hanno semplicemente riadattato precedenti discipline in base all'evoluzione del mercato.

Per esempio, in Paesi come il Regno Unito e la Germania che applicano regolamentazioni poco restrittive orientate alla protezione ed agevolazione degli investitori si ottengono volumi d'investimento da parte della 'crowd' maggiori rispetto a Paesi come l'Italia e la Spagna che applicano una regolamentazione restrittiva, la quale comporta eccessiva protezione dell'investitore e ne scoraggia la partecipazione all'investimento.

Qui sotto, un esempio di volumi di raccolta di capitale in equity-based crowdfunding suddivisi per Paese tra il 2013 ed il 2016: si può notare come, appunto, il Regno Unito presenti volumi sempre maggiori con il passare degli anni e l'emanazione di nuove misure a disciplina del fenomeno e soprattutto come a confronto di Spagna ed Italia utilizzi lo strumento in modo nettamente più soddisfacente.

¹⁴¹Cfr. Di Pietro Francesca, Buttice Vincenzo, *Institutional characteristics and the development of crowdfunding across countries*, Elif Härkönen, *Regulating Equity Crowdfunding Service Providers - An Innovation-Oriented Approach to Alternative Financing*.



(Figura)¹⁴²

3.1. Stati Uniti d'America

Negli Stati Uniti d'America¹⁴³ il fenomeno dell'equity-based crowdfunding è regolamentato dal *Jumpstart Our Business Startups Act* (JOBS Act) emanato il 5 aprile 2012. Il JOBS Act nasce dalla necessità di modificare precedenti normative, quali il *Securities Act* 1933 ed il *Securities Exchange Act* del 1934, già emanate con l'obiettivo di favorire lo sviluppo dell'economia americana facilitando l'entrata nel mercato dei capitali a imprese di piccole e medie dimensioni.

Il JOBS Act semplifica il meccanismo di offerta pubblica di sottoscrizione per le *emerging growth companies*, ovvero società il cui fatturato lordo annuo non supera il miliardo di dollari. La semplificazione apportata riguarda l'esclusione di *registration statement*, vale a dire l'equivalente americano del prospetto di quotazione previsto in Italia.

¹⁴²Entrepreneurial dynamics and investor-oriented approaches for regulating the equity-based crowdfunding di Antonella Francesca Cicchiello, Maria Cristina Pietronudo, Daniele Leone and Andrea Caporuscio.

¹⁴³ Cfr. Circolare Assonime n.11/2013, *L'impresa start – up innovativa*, Guaccero Andrea, *La start – up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*.

Nella sezione *Titolo III* del JOBS Act viene presentata la definizione del termine *funding portal*, applicabile non solo allo strumento ma a qualunque soggetto che svolga ruolo di intermediario in una transazione che abbia per oggetto la vendita o l'offerta di titoli per conto di terzi.

Negli Stati Uniti il ruolo d'intermediario può essere ricoperto da soggetto che sia registrato come broker o appunto *funding portal* presso la SEC¹⁴⁴.

L'intermediario ha l'obbligo di assicurarsi che ogni investitore *a)* prenda visione delle informazioni sull'investimento che intende effettuare, *b)* sia consapevole del rischio che ciò comporta e *c)* sia in grado di sopportare eventuali perdite economiche. L'intermediario deve, inoltre, mettere in atto tutte le contromisure necessarie ad evitare il rischio di frode.

L'ammontare raccolto attraverso la campagna di equity-based crowdfunding è di responsabilità dell'intermediario, il quale dovrà provvedere al trasferimento su conto corrente dell'emittente nel solo scenario di raggiungimento del target predeterminato. Diversamente, il denaro sarà restituito agli investitori.

Anche in questa disciplina il ruolo di *funding portal* non comporta servizio di consulenza per l'investimento da effettuare né include raccomandazioni o sollecitazioni di alcun tipo circa gli strumenti finanziari offerti. L'eventuale raccomandazione e sollecitazione da parte di soggetti diversi dal *funding portal* è permessa ma non prevede remunerazione.

Mentre per quanto riguarda l'emittente, egli ha il dovere di fornire una serie d'informazioni all'intermediario ed agli investitori che intendono finanziarne il progetto: *a)* informazioni sull'attività svolta, *b)* dati dei titolari di cariche di alto livello, *c)* prezzo dei titoli e criterio per la definizione di tale prezzo, *d)* *target offering amount* ovvero l'ammontare che intende raccogliere tramite l'offerta. E' inoltre richiesta una descrizione sulle condizioni finanziarie della società: per ammontare inferiore o pari a centomila dollari è richiesto il bilancio certificato dalla principale carica esecutiva dell'emittente e la ricevuta d'imposta sul reddito riferita all'anno più recente; per ammontare superiore a centomila dollari ma inferiore a cinquecentomila dollari è richiesto il bilancio certificato da esperto esterno che sia indipendente dall'emittente; per ammontare superiore a cinquecentomila dollari è richiesto bilancio certificato

¹⁴⁴ Securities and Exchange Commission ovvero l'ente federale statunitense che si occupa di vigilare sulla Borsa Valori.

da revisore legale. Altre informazioni da dover fornire riguardano gli assets proprietari, le tipologie di titoli emessi, informazioni sugli azionisti che detengono più del 20% del capitale, la modalità di valutazione delle azioni offerte, i rischi annessi al ruolo di azionista di minoranza.

Secondo le modalità stabilite dalla SEC sarà poi obbligatorio fornire almeno ogni anno il bilancio ed un rapporto in cui vengono descritti i risultati delle attività.

La qualità e veridicità delle informazioni dichiarate è responsabilità dell'emittente, il quale potrà essere richiamato a risarcire l'investitore per presenza di errori materiali nelle dichiarazioni e/o nei documenti forniti, a meno che non si provi che quest'ultimo ne fosse a conoscenza.

Il gestore di portale deve, a sua volta, fornire tutte queste informazioni ed i relativi documenti sottomessi alla SEC.

3.2. Regno Unito

Nel Regno Unito¹⁴⁵ vige dall'aprile 2014 il *Policy Statement*, PS14/4, secondo il quale le campagne d'offerta che raccolgono capitale su piattaforme online devono essere autorizzate dall'FCA¹⁴⁶ ma non necessitano di iscrizione presso opportuno registro ufficiale.

Qui il riferimento di equity-based crowdfunding è basato su un modello operativo in cui ogni impresa crea un profilo sulla piattaforma per descrivere il proprio modello di business, l'obiettivo che si intende raggiungere grazie al capitale raccolto ed un ammontare target massimo correlato dalla quantità di titoli azionari che vengono offerti in corrispettivo.

Nel Paese opera la UKCFA, *UK Crowdfunding Association*, ovvero un'associazione indipendente che definisce il codice di condotta delle piattaforme a protezione degli investitori. Queste sono, infatti, tenute ad

¹⁴⁵Cfr. Cicchiello Antonella Francesca, Pietronudo Maria Cristina, Leone Daniele, Caporuscio Andrea, *Entrepreneurial dynamics and investor-oriented approaches for regulating the equity-based crowdfunding*.

¹⁴⁶ Financial Conduct Authority ovvero l'ente che si occupa di regolamentare i servizi finanziari nel Regno Unito.

informare sui rischi annessi all'investimento e condurre un processo di screening che permetta d'identificare gli investitori appartenenti alle diverse categorie, con particolare attenzione per i soggetti definiti come *non-sophisticated investors*.

L'investitore che intende partecipare al finanziamento della campagna deve registrarsi alla piattaforma e dichiararsi come investitore professionale oppure compilare il questionario a verifica della presa visione del rischio derivante dall'investimento. Secondo alcuni articoli del *Financial Services and Markets Act 2000*, vi sono tre possibili categorie di investitori: a) *self-certified sophisticated investor*, per rispettarne la definizione l'investitore deve soddisfare almeno uno dei requisiti tra i) essere membro di un'associazione o rete di conoscenza di Business Angels da non meno di sei mesi ed ii) aver effettuato almeno due investimenti in società non quotate nei due anni precedenti alla dichiarazione oppure lavorare/aver lavorato in Private Equity nei due anni precedenti alla dichiarazione oppure aver ricoperto la carica di amministratore in società il cui fatturato annuo risulta pari o superiore ad un milione di sterline; b) *certified high net worth individual*, per essere definito tale deve soddisfare almeno uno dei requisiti tra i) aver dichiarato un reddito pari o superiore a centomila sterline e ii) avere un patrimonio netto¹⁴⁷ pari o superiore a duecentocinquantamila sterline; c) *unsophisticated investor*, per essere definito tale dev'essere investitore non professionale che partecipa all'investimento usufruendo di consulenze e raccomandazioni da parte di soggetti autorizzati e competenti in materia. Per questi ultimi sono previsti dei limiti circa l'ammontare di partecipazione all'investimento poichè non possono investire più del 10% del loro patrimonio netto dell'ultimo anno dichiarato, calcolato escludendovi la proprietà di residenza ed assicurazioni sul lavoro e sulla vita.

3.3. Germania

¹⁴⁷ Calcolato escludendo residenze di proprietà, assicurazioni sul lavoro e sulla vita.

In Germania¹⁴⁸ vige dall'aprile 2015 il *Kleinanlegerschutzgesetz*, Legge a Protezione dei Piccoli Investitori, che regola le piattaforme sia di equity-based crowdfunding che di lending-based crowdfunding.

Nel Paese è possibile fornire servizi finanziari solo se in possesso della licenza messa per iscritto e rilasciata dall'Autorità Federale Tedesca di Supervisione Finanziaria (BaFin).

Non esiste, invece, un registro nazionale ufficiale a cui poter iscrivere le piattaforme che intendono svolgere il servizio di equity-based crowdfunding: esse devono classificarsi come imprese per servizi d'investimento oppure essere autorizzate e monitorate dall'Autorità di Commercio, la quale ha il compito di sottoporre i gestori di portale ad un esame che ne attesti l'esperienza e l'affidabilità per ricoprire il ruolo.

Se la piattaforma si identifica nella prima categoria, all'investitore dev'essere fornito il VIB ovvero un documento in cui sono riportate tutte le informazioni sull'offerta d'interesse, mentre se s'identifica nella seconda categoria e dispone di licenza commerciale deve procurarsi un'assicurazione a copertura dal rischio professionale.

Mentre per quanto riguarda gli emittenti, le società che si servono del servizio di equity-based crowdfunding per raccogliere capitale di rischio hanno l'obbligo di fornire le informazioni richieste tramite il documento VIB, il quale oltre ad essere messo a disposizione degli investitori interessati sarà sottoposto all'attenzione della BaFin. Anche nella disciplina tedesca, la responsabilità circa la veridicità delle informazioni dichiarate grava sugli emittenti e non sul gestore di portale. La pubblicazione del prospetto si riserva per le società il cui ammontare di raccolta del capitale predeterminato superi i sei milioni di euro, ad estensione del precedente valore di due milioni e mezzo di euro che risultava eccessivamente restrittivo.

La Germania non prevede una classificazione di investitori che permetta di distinguerli fra professionali e non professionali ma impone un limite sul

¹⁴⁸ Cfr. Cicchiello Antonella Francesca, Pietronudo Maria Cristina, Leone Daniele, Caporuscio Andrea, *Entrepreneurial dynamics and investor-oriented approaches for regulating the equity-based crowdfunding*, per ulteriori approfondimenti Ziegler T., *Expanding Horizons The 3rd European alternative finance*.

capitale sottoscritto da applicare ai soli investitori persone fisiche a seconda del reddito mensile netto e della disponibilità in assets: a) per disponibilità dell'investitore di almeno centomila euro, l'ammontare d'investimento consentito è di venticinquemila euro annuali per progetto¹⁴⁹; b) per disponibilità dell'investitore inferiore a centomila euro, l'ammontare d'investimento consentito è da considerarsi come il doppio del valore del proprio reddito mensile netto, senza in ogni caso poter superare i venticinquemila euro; c) in mancanza di dichiarazione sulla disponibilità dell'investitore, l'ammontare d'investimento consentito non può essere superiore a mille euro annuali per progetto.

L'unica situazione in cui l'investitore persona fisica può superare l'ammontare d'investimento di venticinquemila euro è quella in cui si affidi a società di holding¹⁵⁰.

3.4. Francia

La Francia¹⁵¹ decide di intervenire nella regolamentazione del fenomeno equity-based crowdfunding dopo l'Italia, emanando a febbraio 2014 l'*Ordonnance relative au financement participative*, la quale è stata poi modificata nel 2015 dalla *Loi Macron*.

Secondo tale regolamentazione il portale online per la raccolta di capitali può offrire il servizio di equity-based crowdfunding identificandosi come a) CIP¹⁵², Conseiller en Investissement, vale a dire intermediario finanziario che necessita di autorizzazione da parte dell'AMF¹⁵³, la quale si occupa anche di supervisionarne la condotta, b) operare come istituzione di credito oppure c)

¹⁴⁹ Valore esteso rispetto ai precedenti diecimila euro consentiti.

¹⁵⁰ La società di holding è un particolare tipo di società che acquista partecipazioni di controllo di altre società per appunto controllarle.

¹⁵¹ Cfr. Cicchiello Antonella Francesca, Pietronudo Maria Cristina, Leone Daniele, Caporuscio Andrea, *Entrepreneurial dynamics and investor-oriented approaches for regulating the equity-based crowdfunding*, per ulteriori approfondimenti Ziegler T., *Expanding Horizons The 3rd European alternative finance*.

¹⁵² Mentre per gli intermediari di lending-based crowdfunding si deve essere IFP, Intermediarie en Financement Participatif. Dal 2016 questa figura è applicabile anche alle piattaforme di donation-based e reward-based crowdfunding.

¹⁵³ Autorité des Marchés Financiers, ovvero l'ente che si occupa di vigilare sul mercato finanziario francese.

identificarsi come PSI, Prestataire de Services d'Investissement, vale a dire fornitore di servizi d'investimento. Nelle ultime due classificazioni il servizio offerto all'investitore comprende l'esecuzione di attività aggiuntive, quali la gestione del portafoglio d'investimento per conto terzi, consulenza all'investimento e sottoscrizione di azioni. Ad ognuna di queste figure, per poter svolgere correttamente l'incarico, è richiesto di possedere la giusta competenza professionale e buona reputazione.

Per il Paese, il riconoscimento da parte del portale in una delle categorie riportate è obbligatorio per poter accedere al mercato di equity-based crowdfunding, motivo per cui le piattaforme estere risultano meno attratte dal mercato francese.

Le piattaforme autorizzate possono essere trovate consultando la lista pubblicata sul sito dell'associazione francese che si occupa di registrare intermediari finanziari, assicurativi e bancari (ORIAS).

In generale, secondo disciplina, la piattaforma può offrire strumenti finanziari sia in capitale di rischio, nella forma di azioni ordinarie ed azioni privilegiate¹⁵⁴ a cui associare diritto di voto, che in capitale di debito, nella forma di obbligazioni di varia tipologia e mini-bonds.

Alle piattaforme è richiesto di attenersi alle regole di buona condotta, le quali possono riferirsi per esempio a quanto definito dall'Associazione nazionale di crowdfunding FPF (Financement Participatif France), e di redigere due diligence accurata per la selezione dei progetti ospitati, rendendo poi noto al pubblico il criterio utilizzato per effettuare tale selezione.

Le informazioni sulla piattaforma stessa, quali l'indirizzo legale e lo status di partecipazione agli investimenti, devono essere pubblicate sul sito web per motivi di trasparenza e per facilitarne la consultazione. La piattaforma, inoltre, deve sottoscrivere una polizza assicurativa per il rischio professionale in modo che di riflesso vi sia tutela dell'investitore.

L'emittente, invece, è responsabile dell'accuratezza, della completezza e della chiarezza delle informazioni dichiarate sul progetto.

¹⁵⁴ Sia le azioni ordinarie che le azioni privilegiate permettono all'investitore di diventare socio della società ma le ultime conferiscono vantaggi in termini di poter beneficiare di rendimenti aggiuntivi e diritto di prelazione sul patrimonio in caso di fallimento. Le azioni privilegiate, però, limitano l'eventuale diritto di voto alla sola assemblea straordinaria.

Come la Germania, la regolamentazione francese non definisce categorie di investitori autorizzati al finanziamento e nemmeno impone limiti quantitativi al numero di soggetti partecipanti o all'ammontare investito annualmente per ogni progetto. Affinchè l'investitore non sia esposto ad un rischio non adeguato alla sua situazione finanziaria, l'accesso alla piattaforma è, però, consentito previa registrazione e dopo essersi sottoposto al test di appropriatezza: ottenere esito negativo al testo rappresenta, quindi, l'unico ostacolo all'investimento.

3.5. Spagna

In Spagna¹⁵⁵ vige da febbraio 2014 la *Ley de Fomento de la Financiación Empresarial*, Legge di Promozione Imprenditoriale, LFFE 5/2015 che riguarda la regolamentazione sia di equity-based crowdfunding che di lending-based crowdfunding e riconosce il ruolo d'intermediario alla finanza svolto dalle piattaforme online.

Le piattaforme spagnole sono società la cui attività consiste nel facilitare il contatto fra investitori e promoters, i quali possono essere sia persone fisiche che giuridiche in cerca di finanziamento per avviare progetti imprenditoriali, attraverso un sito web o comunque uno strumento elettronico.

Per poter svolgere tale ruolo, in alternativa al doversi identificare come imprese d'investimento o istituzioni di credito, esse devono richiedere una licenza. Questa sarà autorizzata da CNMV¹⁵⁶ al soddisfacimento di alcuni requisiti finanziari indicati dalla LFFE, e ne permetterà l'identificazione come istituzioni di pagamento ibrido. A questo punto, la piattaforma deve attenersi al codice di comportamento previsto dalla legge scongiurando potenziali conflitti d'interesse ed operando secondo diligenza, trasparenza e professionalità.

Il sito web della piattaforma dev'essere sempre aggiornato con informazioni dei progetti ospitati e circa i potenziali rischi d'investimento a tutela

¹⁵⁵ Cfr. Cicchiello Antonella Francesca, Pietronudo Maria Cristina, Leone Daniele, Caporuscio Andrea, *Entrepreneurial dynamics and investor-oriented approaches for regulating the equity-based crowdfunding*, per ulteriori approfondimenti Ziegler T., *Expanding Horizons The 3rd European alternative finance*.

¹⁵⁶ Comisión Nacional del Mercado de Valores ovvero la Commissione della Borsa Valori Spagnola.

dell'investitore. Anche in questa disciplina, la veridicità ed accuratezza delle informazioni rimane di responsabilità dell'emittente, la cui identità dev'essere verificata dal gestore di portale per ridurre il rischio di frode.

Gli strumenti finanziari offerti dalla piattaforma possono essere: obbligazioni, azioni ordinarie e privilegiate, prestiti o altri strumenti rappresentativi del capitale. I progetti che prevedono finanziamento garantito da mutui devono essere esclusi dalla pubblicazione su portale poichè fra gli obiettivi principali del servizio dev'esserci la limitazione del rischio d'esposizione ed indebitamento da parte dell'investitore.

In Spagna le categorie di investitori prevedono gli investitori professionali e gli investitori retail. Fra i primi sono considerati: *a)* investitori professionali tradizionali, *b)* imprenditori che soddisfino almeno due fra i requisiti di *i)* valore di assets pari o superiore a un milione di euro, *ii)* fatturato annuale di almeno due milioni di euro, *iii)* valore di risorse possedute pari o superiore a trecentomila euro; *c)* soggetti per cui *i)* il fatturato annuale ammonta a più di cinquantamila euro oppure *ii)* il valore degli assets finanziari è almeno pari a centomila euro oppure *iii)* che faccia esplicita richiesta di essere considerato un investitore professionale dimostrando di non rientrare nella categoria di investitore retail; *d)* persone giuridiche e PMI che fanno richiesta di essere considerate nella categoria. Per gli investitori retail, invece, sono previste alcune limitazioni, quali *a)* non poter investire più di tremila euro in uno stesso progetto su unica piattaforma, *b)* non poter investire più di diecimila euro annuali sulla stessa piattaforma.

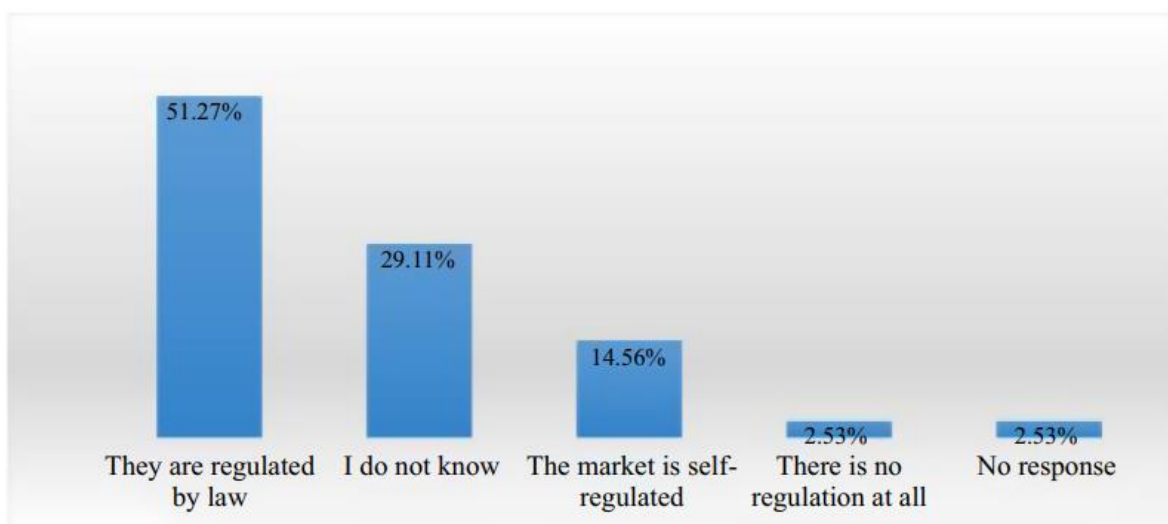
III. Prospettive dell'equity-based crowdfunding

1. Problemi principali e proposte risolutive

Essendo il fenomeno dell'equity-based crowdfunding di recente introduzione ed in continua evoluzione, risulta interessante analizzare quali possano essere le prospettive future in relazione alle difficoltà fino ad ora riscontrate.

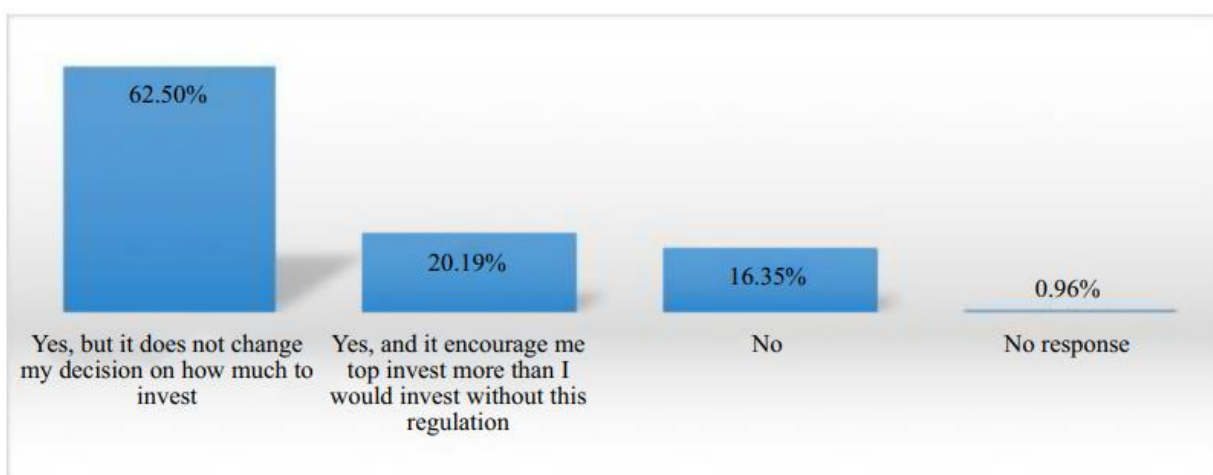
Un primo problema riguarda l'incertezza relativa alla regolamentazione del fenomeno¹⁵⁷: le regolamentazioni vigenti sul mercato appaiono spesso come frammentate poichè si considera sia il rispetto delle iniziali regole imposte dalle stesse piattaforme e dai vincoli contrattuali stipulati fra le parti coinvolte, che la successiva introduzione di misure disciplinarie imposte dalle istituzioni di riferimento. Intervistando alcuni investitori europei attivi in equity-based crowdfunding circa la regolamentazione vigente sulla piattaforma da loro scelta per l'investimento, emerge che soltanto poco più del 50% degli intervistati è consapevole del fatto che esiste una disciplina di riferimento da dover applicare. Le restanti percentuali si compongono di soggetti che non hanno alcuna idea di quale siano le regole in vigore e di soggetti convinti dell'autoregolamentazione del fenomeno o di anarchia totale.

¹⁵⁷Cfr. Antonella Francesca Cicchiello, Maria Cristina Pietronudo, Daniele Leone and Andrea Caporuscio, *Entrepreneurial dynamics and investor-oriented approaches for regulating the equity-based crowdfunding*.



(Figura)¹⁵⁸

Ciò dimostra che è necessario divulgare più efficacemente le informazioni ed i progressi relativi al servizio, non tanto per potersi assicurare volumi di raccolta maggiori quanto per garantire trasparenza e limitare l'asimmetria informativa fra le parti, come dimostrato dagli stessi intervistati nel rispondere alla domanda sull'importanza di regolamentazione del servizio. Dalle risposte raccolte ci si accorge, appunto, che per la maggior parte degli investitori la regolamentazione non influisce sui volumi d'investimento ma aiuta a comprendere meglio il fenomeno ed a sentirsi più protetti nell'operazione.



(Figura)¹⁵⁹

¹⁵⁸Entrepreneurial dynamics and investor-oriented approaches for regulating the equity-based crowdfunding di Antonella Francesca Cicchiello, Maria Cristina Pietronudo, Daniele Leone and Andrea Caporuscio.

¹⁵⁹Entrepreneurial dynamics and investor-oriented approaches for regulating the equity-based crowdfunding di Antonella Francesca Cicchiello, Maria Cristina Pietronudo, Daniele Leone and Andrea

Nell'equity-based crowdfunding le asimmetrie informative¹⁶⁰ possono condurre ad insuccesso della campagna in quanto l'emittente tende a sopravvalutare il proprio progetto attribuendogli un target in richiesta del capitale non rappresentativo dell'effettivo valore di offerta. Il problema riguarda quindi il *pricing* ovvero l'attribuzione di valore economico-finanziario. Una possibile soluzione è rappresentata dalla riduzione di tali asimmetrie informative tramite divulgazione di informazioni. Purtroppo, però, essa risulta piuttosto costosa e per il contesto dell'equity-based crowdfunding anche di difficile attuazione poichè per i soggetti coinvolti non vi è disponibilità di dati storici a cui far riferimento. Nonostante ciò, una variante della soluzione è applicata dal legislatore che impone al fundraiser obblighi informativi ed incarica il gestore di portale di divulgare ed avvertire sui rischi relativi all'operazione. Come altra soluzione al problema ci si può affidare al *wisdom of the crowd*¹⁶¹ ovvero alla saggezza aggregata della folla. Secondo questa teoria, la crowd che partecipa al finanziamento è eterogenea ed indipendente, pertanto, può succedere che vi sia un investitore, non necessariamente professionale, particolarmente competente su un progetto specifico ed il suo contributo può tradursi in segnalazione di qualità del progetto. Per comunicare ed incentivare il resto della crowd ci si può servire del forum, normalmente presente nella pagina d'offerta. Questo spazio è infatti riservato all'interazione fra emittente ed investitore ma anche fra investitori stessi che possono così comunicare e scambiarsi informazioni sul progetto ampliando le proprie conoscenze. Per funzionare correttamente anche questa soluzione andrebbe vigilata in modo che si possa evitare la distorsione delle informazioni condivise, quale la rimozione di commenti sgraditi all'offerente, e l'ideale sarebbe anche poterne semplificare il funzionamento attraverso uno strumento di ricerca capace di risalire a determinate tematiche in modo ottimale.

Per i Paesi appartenenti all'Unione Europea, vi è poi la problematica legata all'aver sviluppato regolamentazioni nazionali indipendenti che possono

Caporuscio – Percentuale di investitori europei che rispondono alla domanda: Regolamentare il processo di Equity – based crowdfunding ne migliora la sicurezza d'investimento?

¹⁶⁰Cfr. Ughetto Elisa, *Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022.*

¹⁶¹ Cfr. Mozzarelli Michele, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie.*

costituire un ostacolo alla raccolta di capitali da parte di soggetti internazionali¹⁶². Confrontando le varie regolamentazioni si possono sì notare alcune analogie, quali a titolo esemplificativo l'assegnazione delle responsabilità e la volontà di proteggere l'investitore, ma rimane comunque necessaria la presenza di una disciplina comune che possa davvero portare alla collaborazione fra il livello nazionale ed internazionale. Il modello di riferimento potrebbe ispirarsi al MiFID che crea una struttura di mercato finanziario in cui vi è libertà d'offerta di servizi di investimento tra i vari Paesi. Ed infatti, secondo la Commissione Europea *"Il quadro regolamentare, sia a livello nazionale che europeo, dev'essere semplice, pulito, prevedibile e stabile per incentivare gli investimenti su un orizzonte temporale di lungo periodo."* Il piano da essa introdotto nel 2015 mirava proprio ad ottenere totale integrazione fra i Paesi membri sul mercato dei capitali entro il 2019, includendo lo sviluppo di opportunità finanziarie per le PMI attraverso l'ampliamento della categoria di investitori professionali, quali nello specifico Venture Capitalists, ed apertura del mercato di capitali. A marzo 2018 l'Unione Europea ha poi proposto una regolamentazione transfrontaliera per il crowdfunding, in particolare per le tipologie equity-based e lending-based: l'obiettivo riguarda, ancora una volta, la convergenza in disciplina europea per il finanziamento di attività economiche tramite piattaforme per il collocamento di partecipazioni. Purtroppo, si è poi osservato che mediamente solo il 10% del flusso¹⁶³ di capitale sul mercato di equity-based crowdfunding ha origine internazionale.

Di recente¹⁶⁴ è giunto al termine il regime transitorio che permetteva alle piattaforme di poter operare secondo la disciplina nazionale: ora dovranno necessariamente adattarsi al Regolamento ECSP.

Un'altra problematica è rappresentata dall'intrinseca aleatorietà dell'investimento¹⁶⁵ poiché vi è distanza temporale fra il momento

¹⁶²Cfr. *Il nuovo regolamento europeo sul crowdfunding*, consultabile al seguente indirizzo: <https://www.concreteinvesting.com/blog/equity-crowdfunding/il-nuovo-regolamento-europeo-sul-crowdfunding/>, Ziegler Tania, *Expanding Horizons The 3rd European alternative finance*.

¹⁶³ Considerato sia come flusso in entrata che flusso in uscita.

¹⁶⁴ Novembre 2022.

dell'investimento ed il momento di ritorno economico. Di per sè questo non è un problema legato esclusivamente all'equity-based crowdfunding bensì tipico di tutti i servizi che hanno a che fare con gli investimenti. Qui, però, si aggiunge la rischiosità dei soggetti su cui si investe e pertanto è necessario selezionare i progetti: ciò che comporta maggior rischio deve presentare potenziali margini di profitto sul medio lungo termine molto alti. Questa è, infatti, la caratteristica tipica di progetti altamente innovativi che risultano inizialmente illiquidi e rischiosi ma che potenzialmente offrono ritorni elevati. Lo stesso mercato dell'equity-based crowdfunding è per circa l'80% costituito da start-up innovative e dal 10% da PMI innovative, ciò significa che il 90%¹⁶⁶ dei soggetti che utilizzano il servizio sono per definizione rischiosi e potenzialmente profittevoli.

Invece, per quanto riguarda l'Italia, la critica¹⁶⁷ che viene mossa al sistema legislativo vigente è di essere eccessivamente rigido per permettere davvero alle piattaforme di offrire un servizio di finanziamento efficace, e per tale ragione al legislatore viene richiesto di semplificare il contesto regolamentativo. Tra i problemi principali figurano: a) la contraddizione rappresentata dall'eccessiva protezione verso l'investitore retail e la presenza di fundraiser rischiosi per definizione. Il risparmiatore retail è tenuto ad effettuare una serie di passaggi scoraggianti alla partecipazione d'offerta nonostante esso non sia rappresentato dal risparmiatore medio ma da un soggetto sufficientemente preparato in materia di investimento e con a disposizione un ammontare di capitale sopra la media; b) la tutela dell'investitore retail nel momento in cui investe su più piattaforme contemporaneamente con l'obiettivo di diversificare i propri investimenti. Il problema che ne deriva riguarda la veridicità di dichiarazione circa il poter sopportare l'eventuale perdita economica: di per sè la dichiarazione ha valore per la singola piattaforma e corrisponde al vero, ma nella realtà l'investitore

¹⁶⁵ Cfr. Ughetto Elisa, *Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022*.

¹⁶⁶ Il restante 10% è poi costituito da PMI non innovative.

¹⁶⁷ Cfr. Fregonara, *Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start-up innovative*, De Luca Roberto, *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*.

sta conducendo un investimento il cui valore complessivo è cumulato dal valore delle singole piattaforme e pertanto, in caso di perdita, potrebbe non essere più in grado di sostenerlo economicamente, diversamente da quanto dichiarato. La soluzione potrebbe trovarsi nel definire soglie di investimento limite in base al reddito, come previsto dalla regolamentazione tedesca; c) l'esclusione di profilatura per persone fisiche che effettuano ordine singolo il cui valore è inferiore a cinquecento euro poichè tale importo, nel contesto di riferimento, appare minimo e facilmente raggiungibile. Ancora una volta, vi è scoraggiamento alla partecipazione a seguito dell'imposizione di una procedura di protezione dell'investitore definita per soglie troppo basse. Se si aumentasse tale soglia e si definisse una procedura di profilazione standard semplificata, il processo risulterebbe più flessibile ed incentivante; d) assenza di categorie per l'investitore retail. La disciplina tutela l'investitore non professionale ma non distingue i soggetti all'interno della stessa categoria che possono partecipare al finanziamento con ammontare diverso a seconda delle proprie disponibilità finanziarie. Il rischio, infatti, assume un'interpretazione diversa a seconda dell'ammontare coinvolto rapportato al patrimonio dell'individuo. Quindi la soluzione proposta prevede la formulazione di sottocategorie per tutelare nel modo più opportuno i singoli investitori retail, per esempio ripartendo il rischio in modo proporzionale all'investimento; e) richiedere una percentuale minima di sottoscrizione da parte di investitori professionali. Essa ha l'obiettivo di garantire e segnalare la qualità del progetto finanziato poichè gli investitori professionali sono in possesso di competenze che permettono loro di valutare in modo più appropriato le varie offerte presenti sul portale, riducendo in parte l'asimmetria informativa a discapito degli investitori non professionali. Purtroppo, però, i progetti che non ottengono sottoscrizione professionale per almeno il 5% del capitale raccolto (ma magari superano il target predeterminato perchè non necessariamente sono di scarsa qualità) non riescono a finanziare le proprie iniziative. Questo requisito, ancora molto vincolante, oggi rappresenta solo una condizione di perfezionamento all'offerta mentre in origine la disciplina richiedeva che per ammettere un'offerta sul portale, questa dovesse aver già ottenuto la sottoscrizione minima da parte di investitori professionali. Ritenendo, però, troppo vincolante la condizione, essendo il mercato italiano ancora poco

caratterizzato dalla presenza di investitori professionali, il legislatore ha modificato la disciplina; *f*) richiedere che la sottoscrizione di strumenti finanziari sia ufficializzata da un soggetto autorizzato, quale banca o impresa di investimento è contraddittorio alla definizione di finanziamento semplificato poichè è comunque previsto il supporto di un soggetto finanziario tradizionale; *g*) assenza di mercato secondario non regolamentato in riferimento al rischio di illiquidità¹⁶⁸. L'investitore non beneficia della distribuzione degli utili ma conta sul *capital gain*, vale a dire ottenere un ritorno d'investimento calcolato come maggior valore delle partecipazioni al momento della vendita rispetto al valore riconosciuto al momento dell'acquisto da emittente. Ora, considerando le caratteristiche dell'equity-based crowdfunding, il rischio di illiquidità nell'investimento è molto alto poichè le partecipazioni sottoscritte non possono essere scambiate sul mercato regolamentato, in accordo con i requisiti richiesti ai fundraiser dal d.l. 179/2012. Mentre sul mercato regolamentato i volumi di scambio sono sempre alti ed il prezzo del titolo corretto poichè rappresentativo dell'equilibrio fra domanda ed offerta, le trattative sui mercati non regolamentati risultano più complicate e prevedono costi di ricerca e costi per la definizione di contratti non standard. Nel 2017, il portale di crowdfunding inglese Seedrs ha lanciato una versione beta¹⁶⁹ di mercato secondario in cui scambiare i titoli a prezzo stabilito dal gestore di portale, il quale per ora sta registrando un valore in volume di scambio piuttosto inferiore rispetto a quanto avviene sul mercato primario. Il problema dell'illiquidità può, però, essere bilanciato dalle agevolazioni fiscali previste per gli investitori in società innovative; *h*) la forma di società s.r.l. innovativa. L'equity-based crowdfunding ha permesso alle società nella forma a responsabilità limitata di costituire categorie speciali di quote, le quali alla cessazione dello status che consente di applicare il regime di favore, devono essere ripristinate. Ciò determina un allontanamento della società dalla sua forma ordinaria senza, però, consentirle di mantenere la nuova forma innovativa ed istituendo quindi una forma s.r.l. ulteriore; *i*) i costi sostenuti dal fundraiser per assicurare informazioni sempre aggiornate. I soggetti fundraiser che si servono del

¹⁶⁸ Per liquidità si intende la trasformazione di uno strumento finanziario in denaro senza perdita di valore.

¹⁶⁹ Per versione beta di un software s'intende una versione non ancora definitiva ma comunque testata da esperti.

servizio di equity-based crowdfunding hanno necessità di risorse finanziarie ma viene loro chiesto di adempiere ad una serie di obblighi informativi che possono rivelarsi costosi come per esempio, le misure di protezione da dover attuare per aver divulgato informazioni di natura innovativa che possano essere imitate, oppure il livello di precisione richiesto per mantenere la reputazione, o ancora al dotarsi di consulenti per gestire l'intera operazione.

Nonostante l'indubbio margine di miglioramento nella disciplina, va, però, riconosciuta la volontà del nostro sistema giuridico e finanziario di aggiornarsi insieme al fenomeno perchè l'Italia rappresenta il primo Paese europeo ad essersi attivato nella direzione di facilitare il servizio di equity-based crowdfunding¹⁷⁰ andando incontro alle esigenze di quelle imprese che nel mercato tradizionale non avrebbero potuto sopravvivere. Anzichè riproporre soluzioni già conosciute e forse non perfettamente adatte alla situazione, il legislatore ha redatto una regolamentazione opportunamente dedicata al fenomeno e sta cercando di mantenerla reattiva con modifiche ed aggiornamenti su necessità. Inoltre, è apprezzabile che il campo di azione interessi tutto il ciclo di vita dei soggetti fundraiser: a partire dalla riduzione di oneri in fase di costituzione, proseguendo con gli incentivi fiscali per gli investitori al fine di favorirne la crescita e concludendo con la procedura liquidatoria semplificata.

¹⁷⁰ Cfr. Piattelli Umberto, *Crowdfunding in Italia: opportunità o occasione mancata?*

Glossario articoli

T.U.F.

Art. 1 - 1 lett. u - "prodotti finanziari": gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria; non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari. [...]

5. - Per "servizi e attività di investimento" si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari: a) negoziazione per conto proprio; b) esecuzione di ordini per conto dei clienti; c) assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente; c-bis) collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente; d) gestione di portafogli; e) ricezione e trasmissione di ordini; f) consulenza in materia di investimenti; g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione; g-bis) gestione di sistemi organizzati di negoziazione.

5-novies - Per 'portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali' si intende una piattaforma on line che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129, delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese.

5 decies - Per «start-up innovativa» si intende la società definita dall'articolo 25, comma 2, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179.

5 undecies - Per «piccola e media impresa innovativa» o «PMI innovativa» si intende la PMI definita dall'articolo 4, comma 1, del decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3.

Art. 21 - 1. Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti; d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività. 1-bis. Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori, le Sim, le imprese di paesi terzi autorizzate in Italia, le Sgr, i GEFIA non UE autorizzati in Italia, gli intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'articolo 106 del Testo Unico bancario e le banche italiane: a) adottano ogni misura idonea ad identificare e prevenire o gestire i conflitti di interesse che potrebbero insorgere tra tali soggetti, inclusi i dirigenti, i dipendenti e gli agenti collegati o le persone direttamente o indirettamente connesse e i loro clienti o tra due clienti al momento della prestazione di qualunque servizio di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi; b) mantengono e applicano disposizioni organizzative e amministrative efficaci al fine di adottare tutte le misure ragionevoli volte ad evitare che i conflitti di interesse incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti; c) quando le disposizioni organizzative e amministrative adottate a norma della lettera b) non sono

sufficienti ad assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse nonché delle misure adottate per mitigare i rischi connessi; d) svolgono una gestione indipendente, sana e prudente e adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati. 1-ter. Le disposizioni di cui alle lettere a), b) e c) del comma 1-bis si applicano anche ai conflitti di interesse determinati dalla percezione da parte di Sim, imprese di paesi terzi autorizzate in Italia, Sgr, GEFIA non UE autorizzati in Italia, intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'articolo 106 del Testo Unico bancario e banche italiane di incentivi corrisposti da soggetti terzi o determinati dalle politiche di remunerazione e dalle strutture di incentivazione da loro adottate. 2. Nello svolgimento dei servizi e delle attività di investimento è possibile agire in nome proprio e per conto del cliente previo consenso scritto di quest'ultimo. 2-bis. Quando realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela, i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento fanno sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con i clienti target. I soggetti di cui al presente comma adottano inoltre misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all'interno del mercato target. 2-ter. Il soggetto abilitato deve conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali di cui al comma 2-bis, e fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente.

Art. 50-quinquies - 1. È gestore di portali il soggetto che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali ed è iscritto nel registro di cui al comma 2. 2. L'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali è riservata alle Sim, alle imprese di investimento UE, alle imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, ai gestori di cui all'articolo 1, comma 1, lettera q-bis), limitatamente all'offerta di quote o azioni di Oicr che investono prevalentemente in piccole e medie imprese e alle banche, autorizzati ai relativi servizi di investimento, nonché ai soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche, Sim, imprese di investimento UE e imprese di paesi terzi diverse dalle banche, e gli ordini riguardanti azioni o quote degli Oicr ai relativi gestori. Ai soggetti iscritti in tale registro non si applicano le disposizioni della parte II, titolo II, capo II e dell'articolo 32. 3. L'iscrizione nel registro di cui al comma 2 è subordinata al ricorrere dei seguenti requisiti: 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 della Repubblica; c) oggetto sociale conforme con quanto previsto dal comma 1; d) 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; e) possesso da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, di requisiti di professionalità stabiliti dalla Consob; e-bis) stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale che garantisca un'adeguata protezione alla clientela, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento. 4. I soggetti iscritti nel registro di cui al comma 2 non possono detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi. 5. La Consob determina, con regolamento, i principi e i criteri relativi: a) alla formazione del registro e alle relative forme di pubblicità; b) alle eventuali ulteriori condizioni per l'iscrizione nel registro, alle cause di sospensione, radiazione e riammissione e alle misure applicabili nei confronti degli iscritti nel registro; c) alle eventuali ulteriori cause di incompatibilità; d) alle regole di condotta che i gestori di portali devono rispettare nel rapporto con gli investitori, prevedendo un regime semplificato per i clienti professionali. 6. La Consob esercita la vigilanza sui gestori di portali per verificare l'osservanza delle disposizioni di cui al presente articolo e della relativa disciplina di attuazione. A questo fine la Consob può convocare gli amministratori, i sindaci e il personale dei gestori, chiedere la comunicazione di dati e di notizie e la trasmissione di atti e di documenti, fissando i relativi termini, nonché effettuare ispezioni. 6-bis. La Consob adotta le disposizioni attuative dell'articolo 4 undecies. 7. I gestori di portali che violano le norme del presente articolo o le disposizioni emanate dalla Consob in forza di esso, sono puniti, in base alla gravità della violazione e tenuto conto dell'eventuale recidiva, con una sanzione amministrativa pecuniaria da euro cinquecento a euro venticinquemila. Per i soggetti iscritti nel registro di cui al comma 2, può altresì essere disposta la sospensione da uno a quattro mesi o la radiazione dal registro. Si applicano i commi 2 e 3 dell'articolo 196. Resta fermo quanto previsto dalle disposizioni della parte II, titolo IV, capo I, applicabili alle imprese di investimento, alle banche, alle SGR e alle società di gestione armonizzate.

Art. 93 bis - Nel presente Capo e nel Capo I del Titolo III si intendono per: .a) "regolamento prospetto": regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017; .b) "disposizioni attuative": gli atti delegati adottati dalla Commissione europea ai sensi dell'articolo 44 del regolamento prospetto e le relative norme tecniche di regolamentazione e di attuazione adottate dalla Commissione europea ai sensi degli articoli 10 e 15 del regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010; c) "titoli": i valori mobiliari individuati dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera a), del regolamento prospetto, ivi incluse le quote o azioni di Oicr chiusi;1.d) "responsabile del collocamento": il soggetto che organizza e costituisce il consorzio di collocamento, il coordinatore del collocamento o il collocatore unico;.e) "Stato membro d'origine": 1) in relazione all'offerta di titoli, lo Stato membro d'origine di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettera m), del regolamento prospetto;2) in relazione all'offerta di quote o azioni di Oicr armonizzati, lo Stato membro della UE in cui l'Oicr è stato costituito;"Stato membro ospitante": lo Stato membro della UE in cui viene effettuata l'offerta o viene chiesta l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato, qualora sia diverso dallo Stato membro d'origine.

Art. 94 - 1. L'offerta pubblica di titoli è disciplinata dal regolamento prospetto e dalle disposizioni attuative, nonché dalle disposizioni della presente sezione.2. La Consob è l'autorità nazionale competente ai sensi dell'articolo 31 del regolamento di cui al

comma 1. 3. Coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico di titoli presentano la domanda di approvazione del prospetto alla Consob, allegandone una bozza. 4. Al fine di assicurare l'efficienza del procedimento di approvazione del prospetto avente ad oggetto titoli bancari, la Consob stipula accordi di collaborazione con la Banca d'Italia. 5. L'emittente o l'offerente, a seconda dei casi, nonché l'eventuale garante e le persone responsabili di talune parti delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, queste ultime limitatamente a tali parti, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto e in un suo eventuale supplemento, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso. 6. Le persone responsabili del prospetto e degli eventuali supplementi ai sensi del comma 5, sono chiaramente indicate nel prospetto con i loro nomi e la loro funzione o, nel caso di persone giuridiche, con la denominazione e la sede legale; è inoltre riportata una loro attestazione certificante che, per quanto a loro conoscenza, le informazioni del prospetto sono conformi ai fatti e che nel prospetto non vi sono omissioni tali da alterarne il senso. 7. La responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole grava sull'intermediario responsabile del collocamento, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di verificare che le informazioni contenute nel prospetto fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso. 8. Nessuno può essere ritenuto civilmente responsabile esclusivamente in base alla nota di sintesi, redatta ai sensi dell'articolo 7 del regolamento prospetto o alla nota di sintesi specifica di un prospetto UE della crescita ai sensi dell'articolo 15, paragrafo 1, secondo comma, del medesimo regolamento, comprese le sue eventuali traduzioni, a meno che la nota di sintesi sia fuorviante, imprecisa o incoerente se letta insieme con altre parti del prospetto o non offra, se letta insieme con le altre parti del prospetto, le informazioni chiave per aiutare gli investitori al momento di valutare l'opportunità di investire nei titoli. 9. Le azioni risarcitorie sono esercitate entro cinque anni dalla pubblicazione del prospetto, salvo che l'investitore provi di avere scoperto le falsità delle informazioni o le omissioni nei due anni precedenti l'esercizio dell'azione.

Art. 100 - 1. Le disposizioni del presente Capo non si applicano alle offerte di cui all'articolo 1, paragrafo 2, lettere da b) a f), del regolamento prospetto. 2. Sono esentate dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, ove ricorrano le condizioni di cui all'articolo 3, paragrafo 2, del regolamento prospetto, le offerte di titoli di ammontare complessivo non superiore a quello indicato dalla Consob, comunque nei limiti di importo monetario compreso tra un minimo di 1 milione di euro e un massimo di 8 milioni di euro, con il regolamento di cui alla lettera c) del comma 3. 3. Le disposizioni del presente Capo non si applicano alle offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli e: a) rivolte ai soli investitori qualificati, come definiti dalla Consob con regolamento in base ai criteri fissati dalle disposizioni comunitarie; b) rivolte a un numero di soggetti non superiore a quello indicato dalla Consob con regolamento; c) di ammontare complessivo non superiore a quello indicato dalla Consob con regolamento; d) aventi ad oggetto strumenti del mercato monetario emessi da banche con una scadenza inferiore a dodici mesi. 4. La Consob può individuare con

regolamento le offerte al pubblico di prodotti finanziari diversi dai titoli alle quali le disposizioni del presente Capo non si applicano in tutto o in parte.

Art. 100-ter - Le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali possono avere ad oggetto soltanto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalle piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 61, comma 1, lettera h), dalle imprese sociali e dagli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese. Le offerte relative a strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese devono avere un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell'articolo 100, comma 1, lettera c). 1-bis. In deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione in piccole e medie imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali, nei limiti previsti dal presente decreto. 1-ter. La sottoscrizione di obbligazioni o di titoli di debito è riservata, nei limiti stabiliti dal codice civile, agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob ed è effettuata in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio(2). 2. La Consob determina la disciplina applicabile alle offerte di cui al comma 1, 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 piccola e media impresa o dell'impresa sociale cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta. 2-bis. In alternativa a quanto stabilito dall'articolo 2470, secondo comma, del codice civile e dall'articolo 36, comma 1-bis, del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, e successive modificazioni, per la sottoscrizione e per la successiva alienazione di quote rappresentative del capitale di piccole e medie imprese e di imprese sociali costituite in forma di società a responsabilità limitata: a) la sottoscrizione può essere effettuata per il tramite di intermediari abilitati alla prestazione di uno o più dei servizi di investimento previsti dall'articolo 1, comma 5, lettere a), b), c), c-bis), ed e); gli intermediari abilitati effettuano la sottoscrizione 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 abilitati depositano al registro delle imprese una certificazione attestante la loro titolarità di soci per conto di terzi, sopportandone il relativo costo; a tale fine, 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 di cui al presente comma, comporta il contestuale e obbligatorio conferimento di mandato agli intermediari incaricati affinché i medesimi: 1) effettuino l'intestazione delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori, tenendo adeguata evidenza dell'identità degli stessi e delle quote possedute; 2) rilascino, a richiesta del sottoscrittore o del successivo acquirente, una certificazione comprovante la titolarità delle quote; tale certificazione ha natura di puro titolo di legittimazione per l'esercizio dei diritti sociali, è nominativamente riferita al sottoscrittore, 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; 3) consentano ai sottoscrittori che ne facciano richiesta di alienare le quote secondo quanto previsto alla lettera c) del presente comma; 4) accordino ai sottoscrittori e ai successivi acquirenti la facoltà di richiedere, in ogni momento, l'intestazione diretta a se stessi delle quote di loro pertinenza; c) l'alienazione delle quote da parte di un sottoscrittore o del successivo acquirente avviene mediante semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall'intermediario; la scritturazione e il trasferimento non comportano 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 le formalità di cui all'articolo 2470, secondo comma, del codice civile. 2-ter. Il regime alternativo di trasferimento delle quote di cui al comma 2-bis deve essere chiaramente indicato nel portale, ove sono altresì predisposte apposite idonee modalità per consentire all'investitore di esercitare l'opzione ovvero indicare l'intenzione di applicare il regime ordinario di cui all'articolo 2470, secondo comma, del codice civile e all'articolo 36, comma 1-bis, del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, e successive modificazioni. 2-quater. L'esecuzione di sottoscrizioni, acquisti e alienazioni di strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese e da imprese sociali ovvero di quote rappresentative del capitale delle medesime, effettuati secondo le modalità previste alle lettere b) e c) del comma 2-bis del presente articolo, non necessita della stipulazione di un contratto scritto. Ogni corrispettivo, spesa o onere gravante sul sottoscrittore, acquirente o alienante deve essere indicato nel portale dell'offerta, con separata e chiara evidenziazione delle condizioni praticate da ciascuno degli intermediari coinvolti, nonché in apposita sezione del sito internet di ciascun intermediario. In difetto, nulla è dovuto agli intermediari. 2-quinqües. Trascorsi due anni dalla data in cui la società interessata abbia cessato di essere una start-up innovativa per il decorso del termine previsto dall'articolo 25, commi 2, lettera b), e 3, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, e successive modificazioni, gli intermediari provvedono a intestare le quote detenute per conto dei sottoscrittori e degli acquirenti direttamente agli stessi. L'intestazione ha luogo mediante comunicazione dell'elenco dei titolari delle partecipazioni al registro delle imprese ed è soggetta a un diritto di segreteria unico, a carico dell'intermediario. Nel caso di opzione per il regime di cui al comma 2-bis del presente articolo, la successiva registrazione effettuata dal registro delle imprese sostituisce ed esaurisce le formalità di cui all'articolo 2470, secondo comma, del Codice civile.

Decreto-legge 18 ottobre 2012, n.179

Art. 25 - 1. Le presenti disposizioni sono dirette a favorire la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico, la nuova imprenditorialità e l'occupazione, in particolare giovanile, con riguardo alle imprese start-up innovative, come definite al successivo comma 2 e coerentemente con quanto individuato nel Programma nazionale di riforma 2012, pubblicato in allegato al Documento di economia e finanza (DEF) del 2012 e con le raccomandazioni e gli orientamenti formulati dal Consiglio dei Ministri dell'Unione europea. Le disposizioni della presente

sezione intendono contestualmente contribuire allo sviluppo di nuova cultura imprenditoriale, alla creazione di un contesto maggiormente favorevole all'innovazione, così come a promuovere maggiore mobilità sociale e ad attrarre in Italia talenti, imprese innovative e capitali dall'estero.

2. Ai fini del presente decreto, l'impresa start-up innovativa, di seguito « start-up innovativa », è la società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano ovvero una Societas Europaea, residente in Italia ai sensi dell'articolo 73 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione, che possiede i seguenti requisiti: a) i soci, persone fisiche, detengono al momento della costituzione e per i successivi ventiquattro mesi, la maggioranza delle quote o azioni rappresentative del capitale sociale e dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria dei soci; b) è costituita e svolge attività d'impresa da non più di quarantotto mesi; c) ha la sede principale dei propri affari e interessi in Italia; d) a partire dal secondo anno di attività della start-up innovativa, il totale del valore della produzione annua, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non è superiore a 5 milioni di euro; e) non distribuisce, e non ha distribuito, utili; f) ha, quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico; g) non è stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda; h) possiede almeno uno dei seguenti ulteriori requisiti: 1) le spese in ricerca e sviluppo sono uguali o superiori al 20 per cento del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione della start-up innovativa. Dal computo per le spese in ricerca e sviluppo sono escluse le spese per l'acquisto e la locazione di beni immobili. Ai fini di questo provvedimento, in aggiunta a quanto previsto dai principi contabili, sono altresì da annoverarsi tra le spese in ricerca e sviluppo: le spese relative allo sviluppo precompetitivo e competitivo, quali sperimentazione, prototipazione e sviluppo del business plan, le spese relative ai servizi di incubazione forniti da incubatori certificati, i costi lordi di personale interno e consulenti esterni impiegati nelle attività di ricerca e sviluppo, inclusi soci ed amministratori, le spese legali per la registrazione e protezione di proprietà intellettuale, termini e licenze d'uso. 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 dichiarazione sottoscritta dal legale rappresentante della start-up innovativa; 2) impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero; 3) sia titolare o depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività di impresa.

Art. 26 – 2. L'atto costitutivo della ((PMI.)) costituita in forma di società a responsabilità limitata può creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle varie

categorie anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, commi secondo e terzo, del codice civile. [...]

5. In deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, comma primo, del Codice civile, le quote di partecipazione in start-up innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali di cui all'articolo 30 del presente decreto, nei limiti previsti dalle leggi speciali. 6. Nelle ((PMI.)) costituite in forma di società a responsabilità limitata, il divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni stabilito dall'articolo 2474 del codice civile non trova applicazione qualora l'operazione sia compiuta in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali.

Art. 27 – 1. Il reddito di lavoro derivante dall'assegnazione, da parte delle start-up innovative di cui all'articolo 25, comma 2, e degli incubatori certificati di cui all'articolo 25, comma 5, ai propri

amministratori, dipendenti o collaboratori continuativi di strumenti finanziari o di ogni altro diritto o incentivo che preveda l'attribuzione di strumenti finanziari o diritti similari, nonché

dall'esercizio di diritti di opzione attribuiti per l'acquisto di tali strumenti finanziari, non concorre alla formazione del reddito imponibile dei suddetti soggetti, sia ai fini fiscali, sia ai fini contributivi, a condizione che tali strumenti finanziari o diritti non siano riacquistati dalla start-up innovativa o dall'incubatore certificato, dalla società emittente o da qualsiasi soggetto che direttamente controlla o è controllato dalla start-up innovativa o dall'incubatore certificato, ovvero è controllato dallo stesso soggetto che controlla la start-up innovativa o l'incubatore certificato. Qualora gli strumenti finanziari o i diritti siano ceduti in contrasto con tale disposizione, il reddito di lavoro che non ha previamente concorso alla formazione del reddito imponibile dei suddetti soggetti è assoggettato a tassazione nel periodo d'imposta in cui avviene la cessione. [...]

4. Le azioni, le quote e gli strumenti finanziari partecipativi emessi a fronte dell'apporto di opere e servizi resi in favore di start-up innovative o di incubatori certificati, ovvero di crediti maturati a seguito della prestazione di opere e servizi, ivi inclusi quelli professionali, resi nei confronti degli stessi, non concorrono alla formazione del reddito complessivo del soggetto che effettua l'apporto, anche in deroga all'articolo 9 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, al momento della loro emissione o al momento in cui è operata la compensazione che tiene luogo del pagamento.

Art. 28 - 1. Le disposizioni del presente articolo trovano applicazione per il periodo di (cinque anni) dalla data di costituzione di una start-up innovativa di cui all'articolo 25, comma 2, ovvero per il più limitato periodo previsto dal comma 3 del medesimo articolo 25 per le società già costituite. 2. COMMA ABROGATO DAL D.LGS. 15 GIUGNO 2015, N. 81. 3. COMMA ABROGATO DAL D.LGS. 15 GIUGNO 2015, N. 81. 4. COMMA ABROGATO DAL D.LGS. 15 GIUGNO 2015, N. 81. 5. COMMA ABROGATO DAL D.LGS. 15 GIUGNO 2015, N. 81. 6. COMMA ABROGATO DAL D.LGS. 15 GIUGNO 2015, N. 81. 7. La retribuzione dei lavoratori assunti da una

società di cui all'articolo 25, comma 2, è costituita da una parte che non può essere inferiore al minimo tabellare previsto, per il rispettivo livello di inquadramento, dal contratto collettivo applicabile, e da una parte variabile, consistente in trattamenti collegati all'efficienza o alla redditività dell'impresa, alla produttività del lavoratore o del gruppo di lavoro, o ad altri obiettivi o parametri di rendimento concordati tra le parti, incluse l'assegnazione di opzioni per l'acquisto di quote o azioni della società e la cessione gratuita delle medesime quote o azioni. 8. I contratti collettivi stipulati dalle organizzazioni sindacali comparativamente più rappresentative sul piano nazionale possono definire in via diretta ovvero in via delegata ai livelli decentrati con accordi interconfederali o di categoria o avvisi comuni: a) criteri per la determinazione di minimi tabellari specifici di cui al comma 7 funzionali alla promozione dell'avvio delle start-up innovative, nonché criteri per la definizione della parte variabile di cui al comma 7; b) disposizioni finalizzate all'adattamento delle regole di gestione del rapporto di lavoro alle esigenze delle start-up innovative, nella prospettiva di rafforzarne lo sviluppo e stabilizzarne la presenza nella realtà produttiva. 9. Nel caso in cui sia stato stipulato un contratto a termine ai sensi delle disposizioni di cui al presente articolo da una società che non risulti avere i requisiti di start-up innovativa di cui all'articolo 25, commi 2 e 3, il contratto si considera stipulato a tempo indeterminato e trovano applicazione le disposizioni derogate dal presente articolo. 10. Gli interventi e le misure di cui al presente articolo costituiscono oggetto di monitoraggio a norma e per gli effetti di cui all'articolo 1, commi 2 e 3, della legge 28 giugno 2012, n. 92, con specifico riferimento alla loro effettiva funzionalità di promozione delle start-up innovative di cui al presente decreto, in coerenza con quanto previsto dall'articolo 32.

Art. 29 - Per gli anni 2013, 2014, 2015 e 2016, all'imposta lorda sul reddito delle persone fisiche si detrae un importo pari al 19 per cento della somma investita dal contribuente nel capitale sociale di una o più start-up innovative direttamente ovvero per il tramite di organismi di investimento collettivo del risparmio che investano prevalentemente in start-up innovative. 2. Ai fini di tale verifica, non si tiene conto delle altre detrazioni eventualmente spettanti al contribuente. L'ammontare, in tutto o in parte, non detraibile nel periodo d'imposta di riferimento può essere portato in detrazione dall'imposta sul reddito delle persone fisiche nei periodi d'imposta successivi, ma non oltre il terzo. 3. L'investimento massimo detraibile ai sensi del comma 1, non può eccedere, in ciascun periodo d'imposta, l'importo di euro 500.000 e deve essere mantenuto per almeno tre anni; l'eventuale cessione, anche parziale, dell'investimento prima del decorso di tale termine, comporta la decadenza dal beneficio e l'obbligo per il contribuente di restituire l'importo detratto, unitamente agli interessi legali. 3-bis. A decorrere dall'anno 2017, l'investimento massimo detraibile di cui al comma 3 è aumentato a euro 1.000.000. 4. Per i periodi d'imposta 2013, 2014, 2015 e 2016, non concorre alla formazione del reddito dei soggetti passivi dell'imposta sul reddito delle società, diversi da imprese start-up innovative, il 20 per cento della somma investita nel capitale sociale di una o più start-up innovative direttamente ovvero per il tramite di organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società che investano prevalentemente in start-up innovative.

5. L'investimento massimo deducibile ai sensi del comma 4 non può eccedere, in ciascun periodo d'imposta, l'importo di euro 1.800.000 e deve essere mantenuto per almeno tre anni. L'eventuale cessione, anche parziale, dell'investimento prima del decorso di tale termine, comporta la decadenza dal beneficio ed il recupero a tassazione dell'importo dedotto, maggiorato degli interessi legali. 6. Gli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società che investano prevalentemente in imprese start-up innovative non beneficiano dell'agevolazione prevista dai commi 4 e 5. 7. Per le start-up a vocazione sociale così come definite all'articolo 25, comma 4 e per le start-up che sviluppano e commercializzano esclusivamente prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico in ambito energetico la detrazione di cui al comma 1 e' pari al 25 per cento della somma investita e la deduzione di cui al comma 4 e' pari al 27 per cento della somma investita. 7-bis. A decorrere dall'anno 2017, le aliquote di cui ai commi 1, 4 e 7 sono aumentate al 30 per cento. 8. Con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro dello sviluppo economico, entro 60 giorni dalla data di entrata in vigore del presente decreto, sono individuate le modalita' di attuazione delle agevolazioni previste dal presente articolo. 8-bis. Per l'attuazione delle disposizioni di cui ai commi 3-bis e 7-bis, si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni del decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 25 febbraio 2016, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 84 dell'11 aprile 2016. 9. L'efficacia della disposizione del presente articolo e' subordinata, ai sensi dell'articolo 108, paragrafo 3, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, all'autorizzazione della Commissione europea, richiesta a cura del Ministero dello sviluppo economico.

Decreto-legge 3/2015

Art. 4 - 1. Per "piccole e medie imprese innovative", di seguito "PMI innovative", si intendono le PMI, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE, società di capitali, costituite anche in forma cooperativa, che possiedono i seguenti requisiti: a) la residenza in Italia ai sensi dell'articolo 73 del testo unico delle imposte sui redditi, approvato con decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, e successive modificazioni, o in uno degli Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'accordo sullo spazio economico europeo, purché abbiano una sede produttiva o una filiale in Italia; b) la certificazione dell'ultimo bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato redatto da un revisore contabile o da una società di revisione iscritti nel registro dei revisori contabili; c) le loro azioni non sono quotate in un mercato regolamentato; d) l'assenza di iscrizione al registro speciale previsto all'articolo 25, comma 8, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221; e) almeno due dei seguenti requisiti: 1) volume di spesa in ricerca, sviluppo e innovazione in misura uguale o superiore al 3 per cento della maggiore entità fra costo e valore totale della produzione della PMI innovativa. Dal computo per le spese in ricerca, sviluppo e innovazione sono escluse le spese per l'acquisto e per la locazione di beni immobili; nel computo sono incluse le spese per acquisto di tecnologie ad alto contenuto innovativo. Ai fini del presente decreto, in aggiunta a quanto previsto dai principi contabili, sono altresì da annoverarsi tra le spese in ricerca, sviluppo e innovazione: le spese relative allo sviluppo precompetitivo e competitivo, quali sperimentazione, prototipazione e sviluppo del piano industriale; le spese relative ai servizi di

incubazione forniti da incubatori certificati come definiti dall'articolo 25, comma 5, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221; 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. Le spese risultano dall'ultimo bilancio approvato e sono descritte in nota integrativa; 2) impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al quinto della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a un terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale ai sensi dell'articolo 3 del decreto del Ministro dell'istruzione, dell'università e della ricerca 22 ottobre 2004, n. 270; 3) titolarità, anche quali depositarie o licenziatarie di almeno una privativa industriale, relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale ovvero titolarità dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore, purché tale privativa sia direttamente afferente all'oggetto sociale e all'attività di impresa.

Regolamento CONSOB

Art. 25 comma 2 - Gli investitori che hanno manifestato la volontà di sottoscrivere strumenti finanziari oggetto di un'offerta condotta tramite portale, hanno il diritto di revocare la loro adesione quando, tra il momento dell'adesione all'offerta e quello in cui la stessa è definitivamente chiusa o è avvenuta la consegna degli strumenti finanziari, sopravvenga un fatto nuovo significativo o sia rilevato un errore materiale o un'imprecisione concernenti le informazioni esposte sul portale, che siano atti a influire sulla decisione dell'investimento. Il diritto di revoca può essere esercitato entro sette giorni dalla data in cui le nuove informazioni sono state portate a conoscenza degli investitori.

Codice civile

Art. 1336 - (1)L'offerta al pubblico, quando contiene gli estremi essenziali del contratto alla cui conclusione è diretta, vale come proposta [1326], salvo che risulti diversamente dalle circostanze o dagli usi(2). La revoca dell'offerta, se è fatta nella stessa forma dell'offerta o in forma equipollente, è efficace anche in confronto di chi non ne ha avuto notizia.

Art. 2446 - Quando risulta che il capitale è diminuito di oltre un terzo in conseguenza di perdite [2413], gli amministratori [2381] o il consiglio di gestione, e nel caso di loro inerzia il collegio sindacale ovvero il consiglio di sorveglianza, devono senza indugio convocare l'assemblea per gli opportuni provvedimenti [2364, 2364 bis]. All'assemblea deve essere sottoposta una relazione sulla situazione patrimoniale della società, con le osservazioni del collegio sindacale o del comitato per il controllo sulla gestione. La relazione e le osservazioni devono restare depositate in copia nella

sede della società durante gli otto giorni che precedono l'assemblea, perché i soci possano prenderne visione. Nell'assemblea gli amministratori devono dare conto dei fatti di rilievo avvenuti dopo la redazione della relazione(1). Se entro l'esercizio successivo la perdita non risulta diminuita a meno di un terzo, l'assemblea ordinaria o il consiglio di sorveglianza che approva il bilancio di tale esercizio deve ridurre il capitale in proporzione delle perdite accertate. In mancanza gli amministratori e i sindaci o il consiglio di sorveglianza devono chiedere al tribunale che venga disposta la riduzione del capitale in ragione delle perdite risultanti dal bilancio. Il tribunale provvede, sentito il pubblico ministero, con decreto soggetto a reclamo, che deve essere iscritto nel registro delle imprese a cura degli amministratori(2). Nel caso in cui le azioni emesse dalla società siano senza valore nominale, lo statuto, una sua modificazione ovvero una deliberazione adottata con le maggioranze previste per l'assemblea straordinaria possono prevedere che la riduzione del capitale di cui al precedente comma sia deliberata dal consiglio di amministrazione [2188, 2194]. Si applica in tal caso l'articolo 2436.

Art. 2482 bis - Quando risulta che il capitale è diminuito di oltre un terzo in conseguenza di perdite(1), gli amministratori devono senza indugio convocare l'assemblea dei soci per gli opportuni provvedimenti(2).

All'assemblea deve essere sottoposta una relazione degli amministratori sulla situazione patrimoniale della società, con le osservazioni nei casi previsti dall'articolo 2477 del collegio sindacale o del soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti. Se l'atto costitutivo non prevede diversamente, copia della relazione e delle osservazioni deve essere depositata nella sede della società almeno otto giorni prima dell'assemblea, perché i soci possano prenderne visione. Nell'assemblea gli amministratori devono dare conto dei fatti di rilievo avvenuti dopo la redazione della relazione prevista nel precedente comma. Se entro l'esercizio successivo la perdita non risulta diminuita a meno di un terzo, deve essere convocata l'assemblea per l'approvazione del bilancio e per la riduzione del capitale in proporzione delle perdite accertate(3). In mancanza gli amministratori e i sindaci o il soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti nominati ai sensi dell'articolo 2477 devono chiedere al tribunale che venga disposta la riduzione del capitale in ragione delle perdite risultanti dal bilancio. Il tribunale, anche su istanza di qualsiasi interessato, provvede con decreto soggetto a reclamo, che deve essere iscritto nel registro delle imprese a cura degli amministratori. Si applica, in quanto compatibile, l'ultimo comma dell'articolo 2446.

Art. 2468 - Le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari. Salvo quanto disposto dal terzo comma del presente articolo, i diritti sociali spettano ai soci in misura proporzionale alla partecipazione da ciascuno posseduta. Se l'atto costitutivo non prevede diversamente, le partecipazioni dei soci sono determinate in misura proporzionale al conferimento. Resta salva la possibilità che l'atto costitutivo preveda l'attribuzione a singoli soci di particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili.

Salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo e salvo in ogni caso quanto previsto dal primo comma dell'articolo 2473, i diritti previsti dal precedente comma possono essere modificati solo con il consenso di tutti i soci. Nel caso di comproprietà di una partecipazione, i diritti dei comproprietari devono essere esercitati da un

rappresentante comune nominato secondo le modalità previste dagli articoli 1105 e 1106. Nel caso di pegno, usufrutto o sequestro delle partecipazioni si applica l'articolo 2352.

Art. 2470 - Il trasferimento delle partecipazioni ha effetto di fronte alla società dal momento del deposito di cui al successivo comma. 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 documentazione richiesta per l'annotazione nel libro dei soci dei corrispondenti trasferimenti in materia di società per azioni. Se la quota è alienata con successivi contratti a più persone, quella tra esse che per prima ha effettuato in buona fede l'iscrizione nel registro delle imprese è preferita alle altre, anche se il suo titolo è di data posteriore. Quando l'intera partecipazione appartiene ad un solo socio o muta la persona dell'unico socio, gli amministratori devono depositare per l'iscrizione nel registro delle imprese una dichiarazione contenente l'indicazione del cognome e nome o della denominazione, della data e del luogo di nascita o lo Stato di costituzione, del domicilio o della sede e cittadinanza dell'unico socio. Quando si costituisce o ricostituisce la pluralità dei soci, gli amministratori ne devono depositare apposita dichiarazione per l'iscrizione nel registro delle imprese. L'unico socio o colui che cessa di essere tale può provvedere alla pubblicità prevista nei commi precedenti. Le dichiarazioni degli amministratori previste dai commi quarto e quinto devono essere depositate entro trenta giorni dall'avvenuta variazione della compagine sociale.

Art. 2479, comma 5 - Ogni socio ha diritto di partecipare alle decisioni previste dal presente articolo ed il suo voto vale in misura proporzionale alla sua partecipazione [2351, 2463, 2468].

T.U.I.R.

Art. 51, comma 2, lett. g - Non concorrono a formare il reddito: il valore delle azioni offerte alla generalità dei dipendenti per un importo non superiore complessivamente nel periodo d'imposta a lire 4 milioni, a condizione che non siano riacquistate dalla società emittente o dal datore di lavoro o comunque cedute prima che siano trascorsi almeno tre anni dalla percezione; qualora le azioni siano cedute prima del predetto termine, l'importo che non ha concorso a formare il reddito al momento dell'acquisto è assoggettato a tassazione nel periodo d'imposta in cui avviene la cessione;

Bibliografia

Accettella – Ciocca, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*.

Andreani A., Pelligra V., *Microfinanza dare credito alle relazioni*.

Battisti Enrico, Graziano Elvira Anna, Christofi Michael, *Equity crowdfunding platforms and social media: a Twitter analysis*.

Bollettinari, *Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme online nella prassi e nella recente legislazione*.

Cicchello Antonella Francesca, Pietronudo Maria Cristina, Leone Daniele, Caporuscio Andrea, *Entrepreneurial dynamics and investor-oriented approaches for regulating the equity-based crowdfunding*.

Circolare Assonime n.11/2013, *L'impresa start – up innovativa*.

Concreteinvesting.com, *Il nuovo regolamento europeo sul crowdfunding*, <https://www.concreteinvesting.com/blog/equity-crowdfunding/il-nuovo-regolamento-europeo-sul-crowdfunding/>, 07/11/2022.

Coursera, *Fraud and Failure: Why the Crowd Can be Smart - Module 4* | Coursera, <https://www.coursera.org/lecture/wharton-crowdfunding/fraud-and-failure-why-the-crowd-can-be-smart-NX4fK>, 28/09/2022.

Coursera, *Interview with Christian Strevy - Module 2* | Coursera, <https://www.coursera.org/lecture/wharton-crowdfunding/interview-with-christian-strevy-JHcyV>, 28/09/2022.

Coursera, *Interview with Sarah Miester - Module 3* | Coursera, <https://www.coursera.org/lecture/wharton-crowdfunding/interview-with-sarah-miester-VvQR5>, 28/09/2022.

Coursera, *The Importance of the "Crowd" in Crowdfunding - Module 1* | Coursera, <https://www.coursera.org/lecture/wharton-crowdfunding/the-importance-of-the-crowd-in-crowdfunding-DyLpE>, 29/09/2022.

Cusa Emanuele, *Le quote di s.r.l possono essere valori immobiliari*.

De Luca Roberto, *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*.

Di Pietro Francesca, Butticè Vincenzo, *Institutional characteristics and the development of crowdfunding across countries*.

Elif Härkönen, *Regulating Equity Crowdfunding Service Providers - An Innovation-Oriented Approach to Alternative Financing*.

Fregonara Elena, *Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start-up innovative*.

Greselin Anna, Di Brina Leonardo, *Equity crowdfunding- La disciplina delle start up innovative*.

Guaccero Andrea, *La start – up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*.

hbs.edu, *Pebble Smartwatch : The Serial Crowdfunded Superstar - Digital Innovation and Transformation*, <https://d3.harvard.edu/platform-digit/submission/pebble-smartwatch-the-serial-crowdfunded-superstar/>, 06/10/2022.

Laudonio Aldo, *Equity – based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino – americane*.

Morelli Giuliana, *Crowdfunding in Italia: cos'è e come investire*, <https://www.finaria.it/investire/crowdfunding/>, 20/10/2022.

Mozzarelli Michele, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*.

Piattelli Umberto, *Crowdfunding in Italia: opportunità o occasione mancata?*

Polimi OpenKnowledge, *Success stories from crowdfunding (Ronald Kleverlaan) - YouTube*, <https://www.youtube.com/watch?v=xB799IWdQWs>, 06/10/2022.

Portolano Alessandro, *Le modifiche alla normativa in materia di equity crowdfunding – DB*, <https://www.dirittobancario.it/art/le-modifiche-alla-normativa-materia-di-equity-crowdfunding/>, 03/10/2022 .

Tosto Francesco, *Equity crowdfunding in Italy: classes of shares and transfer procedures from the “intermediary registration” towards the development of a second market*.

Ughetto Elisa, *Crowdfunding slide del corso in Metodi di finanziamento delle imprese, a.a. 2021/2022*.

Vitali Matteo L., *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*.

Ziegler Tania, *Expanding Horizons The 3rd European alternative finance*.