



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI "MARCO
FANNO"

DIPARTIMENTO DI DIRITTO PRIVATO E DI CRITICA DEL DIRITTO

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN ECONOMIA E DIRITTO

LM-77 Classe delle lauree in scienze economico aziendali

Tesi di laurea

SRL E EQUITY CROWDFUNDING

Relatore: Prof. Speranzin Marco

Laureando: Gian Marco Ancillotti

Matr. n. 1154975

Anno accademico 2019-2020

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.

Il candidato dichiara che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

INDICE

INTRODUZIONE.....	11
CAPITOLO 1: IL <i>CROWDFUNDING</i> IN GENERALE.....	13
1.1 Premessa: cos'è il <i>crowdfunding</i>	13
1.2 Le tipologie di <i>crowdfunding</i>	14
1.2.1 <i>Donation based</i>	16
1.2.2 <i>Reward based</i>	17
1.2.3 <i>Lending based</i>	18
1.2.4 <i>Equity based</i>	18
1.2.5 Altri modelli.....	19
1.3 Diffusione del <i>crowdfunding</i>	20
1.3.1 Nel mondo.....	21
1.3.2 In Europa.....	24
1.3.3 In Italia.....	28
1.4 Le campagne di successo di <i>Glass to Power</i>	32
CAPITOLO 2: SRL E EQUITY CROWDFUNDING.....	37
2.1 Normativa prevista in Italia per l' <i>equity crowdfunding</i>	37
2.1.1 Decreto legge 179/2012 (decreto crescita <i>bis</i>): la <i>startup</i> innovativa.....	38
2.1.2 Decreto legge 3/2015 (decreto crescita 3.0): la PMI innovativa.....	41
2.1.3 Legge 232/2016 (legge di Bilancio 2017): la PMI s.r.l.....	43
2.1.4 Decreto legge 50/2017 (decreto correttivo): tutte le PMI.....	44
2.1.5 Legge 145/2018 (legge di bilancio 2019).....	45

2.2 La campagna di <i>equity crowdfunding</i>	47
2.2.1 Principali caratteristiche.....	48
2.2.2 Modalità di raccolta.....	49
2.2.3 Fasi della campagna.....	50
2.2.4 Vantaggi fiscali.....	53
2.3 Gli strumenti finanziari.....	54
2.4. I principali attori di una campagna di <i>equity crowdfunding</i>	55
2.4.1 Emittente offerente.....	56
2.4.2 Portale <i>web</i>	58
2.4.3 Intermediario gestore privato autorizzato.....	60
2.4.4 Intermediario gestore collocatore di diritto	65
2.4.5 Investitori.....	66
2.4.6 Altri soggetti.....	68
2.5 Le opportunità e i rischi per i diversi soggetti coinvolti nel progetto.....	68
2.5.1 Per l'imprenditore.....	69
2.5.2 Per l'investitore.....	71
2.5.3 Per il commercialista.....	73
2.6 Le tutele per l'investitore.....	74
CAPITOLO 3: FINTECH E CROWDFUNDING.....	79
3.1 Il <i>fintech</i>	79
3.1.1 Benefici e costi.....	80
3.1.2 Gli interventi delle diverse Autorità.....	81
3.1.3 La proposta di un Regolamento europeo da parte della Commissione europea.....	82
3.1.4 La regolamentazione del <i>fintech</i>	83

3.2 L' <i>Initial Coin Offering</i> (ICO) e i <i>token</i>	85
CONCLUSIONE.....	89
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI.....	91

INDICE DELLE FIGURE

Figura 1.1: Obiettivi del promotore e ricompense del finanziatore nel <i>crowdfunding</i>	15
Figura 1.2: Modelli di <i>crowdfunding</i> e progetti imprenditoriali.....	15
Figura 1.3: Livello di regolamentazione per modello di <i>crowdfunding</i>	16
Figura 1.4: Totale fondi raccolti a livello globale dal 2014 al 2016.....	22
Figura 1.5: Totale fondi raccolti per continente nel 2017.....	22
Figura 1.6: Totale fondi raccolti per tipologia a livello globale nel 2017.....	23
Figura 1.7: Previsione del valore delle transazioni a livello mondiale.....	23
Figura 1.8: Previsione del valore delle transazioni per territorio.....	24
Figura 1.9: Mercato della finanza alternativa in Europa dal 2012 al 2017.....	25
Figura 1.10: Mercato della finanza alternativa in UK e resto d'Europa dal 2012 al 2017.....	25
Figura 1.11: Denaro finanziato tramite portali <i>online</i> europei nel 2017.....	26
Figura 1.12: Transazioni di finanza alternativa per tipologia in Europa nel 2017.....	26
Figura 1.13: Valore delle transazioni <i>equity crowdfunding</i> in Europa dal 2012 al 2017.....	27
Figura 1.14: Transazioni di finanza alternativa per tipologia in Europa dal 2012 al 2017.....	27
Figura 1.15: Volume di raccolta per tipologia in alcuni paesi europei nel 2017.....	28
Figura 1.16: Raccolta complessiva in Italia dal 2015 al 2018.....	28
Figura 1.17: Raccolta su piattaforme <i>donation/reward</i> in Italia dal 2015 al 2018.....	29
Figura 1.18: Raccolta su piattaforme <i>equity</i> in Italia dal 2015 al 2018.....	30
Figura 1.19: Dati principali sui finanziamenti <i>equity crowdfunding</i> aventi successo.....	30
Figura 1.20: Raccolta su piattaforme <i>lending</i> in Italia dal 2015 al 2018.....	31
Figura 1.21: Logo aziendale <i>Glass to Power</i>	32
Figura 1.22: Successo della prima campagna di <i>crowdfunding</i>	33
Figura 1.23: Successo della seconda campagna di <i>crowdfunding</i>	34

Figura 1.24: Obiettivi aziendali.....	35
Figura 2.1: Requisiti per essere una <i>startup</i> innovativa.....	40
Figura 2.2: Requisiti per essere una PMI innovativa.....	42
Figura 2.3: Le diverse fasi di una campagna di <i>equity crowdfunding</i>	50
Figura 2.4: Ciclo di vita aziendale e risorse finanziarie necessarie.....	52
Figura 2.5: I diversi soggetti coinvolti in una campagna di <i>equity crowdfunding</i>	56

INTRODUZIONE

All'interno del diffuso ma complesso mondo del *crowdfunding*, cioè quelle operazioni di finanziamento basate sull'utilizzo di una piattaforma virtuale *on-line*, esiste una categoria specifica chiamata *equity crowdfunding* la quale possiede in Italia una corposa regolamentazione.

Verrà inizialmente introdotto il fenomeno del *crowdfunding* in generale, con le relative tipologie di finanziamento più utilizzate e la loro diffusione a livello mondiale, europeo e italiano. Verranno inoltre descritte delle recenti campagne di *equity crowdfunding* di successo.

Seguirà poi un capitolo inerente alla disciplina specifica delle s.r.l. e dell'*equity crowdfunding*, con un breve riassunto della relativa evoluzione normativa dal 2012 in poi, una spiegazione di come funziona una campagna di *equity crowdfunding*, quali sono le parti coinvolte, con relative opportunità, rischi e tutele.

Il terzo capitolo invece introduce e analizza il fenomeno del *fintech* collegato al mondo dell'*equity crowdfunding*.

Scopo di questa analisi è comprendere l'evoluzione del fenomeno del corso degli anni, se ci sono stati dei freni normativi allo sviluppo delle operazioni di finanziamento alternativa ai meccanismi di accesso al credito tramite gli istituti finanziari tradizionali (banche e finanziarie), eventuali punti di contatto con la regolamentazione *fintech* a livello europeo e capire se ci sono ulteriori possibilità di sviluppo dello stesso.

CAPITOLO 1

IL CROWDFUNDING IN GENERALE

1.1 Premessa: cos'è il *crowdfunding*

Il *crowdfunding* è una innovazione tecnologica e sociale che trova applicazione in qualsiasi settore, diffusasi in Italia e nel resto del mondo da quasi un decennio circa, consistente nel reperimento di somme di denaro attraverso metodologie alternative al tradizionale prestito bancario¹. Più precisamente, l'emittente offerente finanzia (*funding*) la propria iniziativa o progetto imprenditoriale attraverso la raccolta di capitali, anche di piccoli importi, tra la folla (*crowd*) fruendo di una piattaforma *web online* specializzata, in cambio di un riconoscimento sociale o di un utile².

Un'operazione si può definire di *crowdfunding* se possiede le seguenti caratteristiche:

- reperimento del denaro da parte di investitori non professionali interessati a finanziare l'idea;
- attuazione della raccolta di denaro attraverso la fruizione di una piattaforma *web online* creata appositamente per favorire l'incontro della domanda e offerta di finanziamenti;
- uso innovativo e consapevole del *web*, dove le persone interessate a una particolare idea imprenditoriale o servizio possono dar vita alle *communities* nelle quali ciascuno si può sentire coinvolto nella realizzazione dell'operazione, anche fornendo eventuali *feedback* o critiche;
- varietà di interessi da parte dell'investitore finanziatore, il quale può essere mosso da logiche economiche o commerciali ma anche da logiche prettamente culturali e di riconoscimento sociale³.

Un'operazione di *crowdfunding* è un mix delle seguenti parole: innovazione, coraggio, finanziamento dal basso, *community*, internet, idea, coinvolgimento⁴.

¹ L'operazione viene vista così: <<In parole semplici, possiamo riassumere il concetto in una "colletta" fatta tramite la rete internet>>. BINACCHI, A., GALLI, A., 2014. *Le start up innovative* [online]. Disponibile su: <https://www.odcec.mi.it/Ordine/Iscritti/Commissioni_consultive/Commissioni_dell_Ordine/Commissioni_dell_Ordine/Commissione_Startup/quaderno-56> [data di accesso: settembre 2019]

² POLICARO, G.A., 2019. Lo sviluppo in Italia dell'equity crowdfunding. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti. *Osservatorio del diritto commerciale*, 1 (10), p. 67.

³ CARATOZZOLO, R., 2017. L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese: equity crowdfunding. In: PARACAMPO, M. T. a cura di, 2017. *FINTECH Introduzione ai profili giuridici di un mercato tecnologico dei servizi finanziari*. Torino: G. Giappichelli Editore, p. 148.

⁴ STARTEED, 2019. *Il crowdfunding in Italia: report* [online], p. 48. Disponibile su: <<https://www.crowdfundingreport.it/>> [data di accesso: settembre 2019]

Il *crowdfunding* riesce a soddisfare diverse esigenze: quelle privatistiche e individuali (ad es. la realizzazione di un profitto economico) e quelle pubblicistiche e generali (ad es. rilevanza sociale dell'operazione)⁵.

In Italia è stato riscontrato che l'operazione di *crowdfunding* possiede diverse potenzialità:

- ✓ derivanti dalla promozione del progetto e dalla crescita del *business* grazie alla piattaforma *web* accessibile dagli utenti;
- ✓ la creazione di una *community* che prevede lo scambio di idee;
- ✓ dei costi più bassi e maggiore accessibilità a persone con scarse risorse finanziarie⁶;
- ✓ se la campagna promossa va a buon fine gli istituti finanziari potrebbero concedere un prestito personale a condizioni vantaggiose⁷.

Ci sono tuttavia degli ostacoli per quanto riguarda la sua diffusione:

- una scarsa comprensione di questo strumento;
- una corposa normativa difficile da comprendere;
- una cultura del finanziamento *online* ancora poco radicato nelle masse;
- uno scarso sviluppo del digitale, soprattutto verso il terzo settore non profit⁸.

Inoltre la raccolta di denaro tramite il *crowdfunding* comporta numerosi rischi:

- non c'è un'assoluta certezza che verrà raggiunto l'obiettivo;
- qualcuno si può appropriare dell'idea pubblicata nella piattaforma *web*;
- la sottovalutazione dei costi implicati nell'operazione;
- delle ripercussioni negative sulla propria immagine a seguito di inesattezze o errori;
- il rischio di imbattersi in piattaforme fraudolente;
- presenza di problematiche legate ai diritti degli investitori⁹.

1.2 Le tipologie di *crowdfunding*

Le tipologie di *crowdfunding* che possono essere attuate sono diverse, e si differenziano sulla base dell'obiettivo primario dell'emittente offerente (personale o sociale) e della ricompensa

⁵ CARATOZZOLO, R., *op. cit.*, p. 149.

⁶ STARTEED, *op. cit.*, p. 47.

⁷ COMMISSIONE EUROPEA, 2015. *Il crowdfunding. Cosa è. Una guida per le piccole e medie imprese*. [online], p. 9. Disponibile su: <<https://ec.europa.eu>> [data di accesso: settembre 2019]

⁸ STARTEED, *op. cit.*, p. 46.

⁹ COMMISSIONE EUROPEA, 2015, *op. cit.*, p. 11.

prevista per il finanziatore (monetaria o non monetaria)¹⁰. Per l'occasione si propone di seguito la figura 1.1 che riassume quanto appena detto.



Figura 1.1: Obiettivi del promotore e ricompense del finanziatore nel *crowdfunding*. BINACCHI, A., GALLI, A., 2014. *Le start up innovative*. [online]

E' stato riscontrato inoltre che i modelli a sostegno di attività artistiche e culturali (*donation* e *reward*) sono maggiormente gestibili nella fase iniziale del progetto imprenditoriale, mentre i modelli a scopo di lucro (*lending* e *equity*) richiedono prospettive economico finanziarie e strutture di *governance* più robuste¹¹. Nella figura 1.2 si può notare le combinazioni tra i diversi modelli di *crowdfunding* e lo stato di avanzamento dell'idea imprenditoriale.

	Lending	Donation	Reward	Equity	Hybrid	Royalty
Start up (pre fatturato)		✓	✓	✓	✓	
Impresa con fatturato		✓	✓	✓	✓	✓
Impresa con profittabilità	✓			✓	✓	✓
Impresa in espansione	✓		✓	✓	✓	✓
Lancio nuovi prodotti	✓	✓	✓		✓	
Market tests			✓		✓	

Figura 1.2: Modelli di *crowdfunding* e progetti imprenditoriali. IOSIO, C., VALENTINUZ, G., 2016. *Fare impresa con il crowdfunding*.

Per quanto riguarda la tipologia *donation* o *reward*, esse sono disciplinate sulla base del codice civile, mentre per quanto riguarda la tipologia *equity* essa viene disciplinata *ad hoc*, come si

¹⁰ BINACCHI, A., GALLI, A., 2014. *Le start up innovative* [online], p. 106. Disponibile su: <https://www.odcec.mi.it/Ordine/Iscritti/Commissioni_consultive/Commissioni_dell_Ordine/Commissioni_dell_Ordine/Commissione_Startup/quaderno-56> [data di accesso: settembre 2019]

¹¹ IOSIO, C., VALENTINUZ, G., 2016. *Fare impresa con il crowdfunding*. Milano: Ipsoa, p. 97.

potrà evincere nel capitolo 2¹². Nella figura 1.3 si può notare in effetti la differente regolamentazione prevista per i tipi di *crowdfunding* più diffusi.



Figura 1.3: Livello di regolamentazione per modello di *crowdfunding*. BINACCHI, A., GALLI, A., 2014. *Le startup innovative*. [online]

1.2.1 Donation based

Questa tipologia di *crowdfunding*¹³ viene utilizzata da coloro che vogliono effettuare delle donazioni liberali nell'ambito di campagne di sensibilizzazione per determinate tematiche ambientali, sociali o culturali, senza ricevere un bene o una ricompensa monetaria¹⁴, ma solo un riconoscimento morale per essere stati tra coloro che hanno contribuito al finanziamento del progetto o causa.

Le piattaforme *online* che prevedono tale modalità di *crowdfunding* spesso danno la possibilità al finanziatore di scegliere varie tipologie di cause sociali¹⁵.

Questo modello si presta a nessuna particolare regolamentazione, proprio in virtù della sua connotazione liberale che non prevede alcun ritorno monetario¹⁶, limitandosi a quanto definito dal codice civile all'art. 769.

¹² CARATOZZOLO, R., 2017. L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese: equity crowdfunding. In: PARACAMPO, M. T. a cura di, 2017. *FINTECH Introduzione ai profili giuridici di un mercato tecnologico dei servizi finanziari*. Torino: G. Giappichelli Editore, p. 151.

¹³ Alcune tra le più conosciute piattaforme sono IoDono e Shinynote. Cfr. PAVAN, A., 2018. *Il crowdfunding, cambia il modo tradizionale di fare impresa*. Padova: Cedam, p. 24.

¹⁴ DE LUCA, R., 2015. *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità* [online], p. 4. Disponibile su <<https://www.fondazione nazionalecommercialisti.it/node/846>> [data di accesso: settembre 2019]

¹⁵ POLICARO, G.A., 2019. Lo sviluppo in Italia dell'equity crowdfunding. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti. *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 1 (10), p. 70.

¹⁶ BINACCHI, A., GALLI, A., 2014. *Le start up innovative* [online], p. 111. Disponibile su: <https://www.odcec.mi.it/Ordine/Iscritti/Commissioni_consultive/Commissioni_dell_Ordine/Commissioni_dell_Ordine/Commissione_Startup/quaderno-56> [data di accesso: settembre 2019]

1.2.2 Reward based

Nella modalità *reward* il privato cittadino che finanzia l'iniziativa imprenditoriale lo fa con lo scopo di ottenere successivamente il bene oggetto della campagna, se essa si concretizza e raggiunge la soglia minima prevista¹⁷. Le imprese quindi possono partire a sviluppare il proprio progetto imprenditoriale sulla base degli ordinativi, e quindi dei flussi di cassa, già presenti in bilancio¹⁸. Prodotti tipici che vengono finanziati con questa modalità di pagamento sono i prodotti e servizi innovativi, come ad es. quelli tecnologici.

Esistono due varianti di questa modalità di finanziamento, con caratteristiche differenti:

- la variante “*all or nothing*”¹⁹ prevede che il progetto verrà effettuato solo se si raggiunge l'obiettivo voluto in termini monetari entro un tempo prefissato, altrimenti la campagna non avrà successo e il denaro raccolto verrà riconsegnato agli investitori²⁰;
- la variante “*keep it all*”²¹ invece prevede che l'emittente offerente conservi l'intero importo raccolto indipendentemente dal fatto che l'obiettivo non sia stato raggiunto²².

La tipologia *reward* non ha una regolamentazione univoca in quanto ci sono varie tipologie della stessa. Nel caso in cui si configuri come un pre-ordine del prodotto, esso viene inquadrato come vendita di bene futuro, disciplinato dal Codice del Consumo²³. In questo caso tuttavia ci sono dei rischi, come accennato poc'anzi, derivanti dal fatto che la <<data di consegna è una stima... non è una garanzia che la data debba essere rispettata. Le tempistiche possono cambiare quando l'emittente offerente lavora sul progetto>>²⁴. L'investitore finanziatore accetta comunque questo rischio, in quanto è consapevole del fatto che il prodotto non è pronto per essere spedito, bensì è in fase di realizzazione²⁵.

¹⁷ DE LUCA, R., 2015. *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità* [online], p. 5. Disponibile su <<https://www.fondazioneNazionaleCommercialisti.it/node/846>> [data di accesso: settembre 2019]

¹⁸ COMMISSIONE EUROPEA, 2015. *Il crowdfunding. Cos'è. Una guida per le piccole e medie imprese* [online], p. 16. Disponibile su <<https://ec.europa.eu>> [data di accesso: settembre 2019]

¹⁹ Alcune tra le più conosciute piattaforme sono Kickstarter e Eppela. Cfr. IOSIO, C., VALENTINUZ, G., 2016. *Fare impresa con il crowdfunding*. Milano: Ipsoa, p. 98.

²⁰ IOSIO, C., VALENTINUZ, G., *op. cit.*, p. 98.

²¹ Alcune tra le più conosciute piattaforme sono IndieGoGo e BoomStarter. Cfr. IOSIO, C., VALENTINUZ, G., *op. cit.*, p. 99.

²² IOSIO, C., VALENTINUZ, G., *op. cit.*, p. 99.

²³ BINACCHI, A., GALLI, A., 2014. *Le start up innovative* [online], p. 110. Disponibile su: <https://www.odcec.mi.it/Ordine/Iscritti/Commissioni_consultive/Commissioni_dell_Ordine/Commissioni_dell_Ordine/Commissione_Startup/quaderno-56> [data di accesso: settembre 2019]

²⁴ Trad. da KICKSTARTER. *Terms of Use*, clause 5 [online]. Disponibile su: <<https://www.kickstarter.com/terms-of-use>> [data di accesso ottobre 2019]

²⁵ KICKSTARTER. *FAQ*. [online]. Disponibile su: <<https://help.kickstarter.com/hc/en-us/categories/115000499013-Kickstarter-basics>> [data di accesso: ottobre 2019]

1.2.3 *Lending based*

Con la modalità *lending*²⁶ un soggetto richiede dei finanziamenti per i propri interessi personali e prevede che i numerosi investitori che hanno effettuato l'investimento ricevano nel corso del tempo un interesse sulla base di quanto è stato pattuito inizialmente dalle parti, di norma più elevato rispetto quello previsto dai tradizionali istituti di credito²⁷.

Con questa modalità si hanno maggiori possibilità di ottenere credito in quanto la soglia minima del prestito acceso è bassa e questo invoglia maggiormente molti investitori a finanziare il progetto²⁸.

Questa operazione è riconducibile all'attività svolta da parte degli intermediari finanziari, gestori di micro credito ed istituti di pagamento, dove la normativa varia sulla base dell'attività svolta²⁹; in Italia questo modello è utilizzato perlopiù per servizi finanziari di micro finanza nei confronti di quei clienti con basso grado di solvibilità, prevedendo quindi dei tassi di rendimento più elevati rispetto agli intermediari finanziari tradizionali³⁰.

1.2.4 *Equity based*

Il modello *equity* prevede che gli investitori che hanno finanziato un'impresa attraverso specifici portali *online*, ricevano in compenso azioni o quote del capitale di rischio dell'impresa stessa³¹, permettendo a quest'ultima di superare lo scoglio derivante dalla carenza di risorse finanziarie all'inizio della propria attività che spesso gli istituti finanziari non concedono³². Gli investitori finanziatori quindi assumono la qualifica di socio e altri diritti patrimoniali e amministrativi, ma al tempo stesso assumono anche i rischi derivanti dall'attività imprenditoriale dell'emittente³³.

Il finanziamento attraverso la modalità *equity* prevede diversi aspetti peculiari:

²⁶ Chiamato anche *debt crowdfunding*, *crowdlending*, o *peer to peer crowdfunding*. Cfr. DE LUCA, R., 2015. *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità* [online], p. 4. Disponibile su <<https://www.fondazione nazionalecommercialisti.it/node/846>> [data di accesso: settembre 2019]

²⁷ BINACCHI, A., GALLI, A., 2014. *Le start up innovative* [online], p. 108. Disponibile su: <https://www.odcec.mi.it/Ordine/Iscritti/Commissioni_consultive/Commissioni_dell_Ordine/Commissioni_dell_Ordine/Commissione_Startup/quaderno-56> [data di accesso: settembre 2019]

²⁸ DE LUCA, R., op. cit., p. 4.

²⁹ BINACCHI, A., GALLI, A., op. cit., p. 109.

³⁰ Una delle piattaforme più utilizzate di Lending che cerca di diversificare il rischio per l'investitore è Prestiamoci Cfr. PAVAN, A., 2018. *Il crowdfunding, cambia il modo tradizionale di fare impresa*. Padova: Cedam, p. 30.

³¹ DE LUCA, R., 2015. *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità* [online], p. 3. Disponibile su <<https://www.fondazione nazionalecommercialisti.it/node/846>> [data di accesso: settembre 2019]

³² FREGONARA, E., 2014. *Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*, p. 6. In: *V Convegno Annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del diritto commerciale"*, Roma, 21-22 febbraio 2014.

³³ ALVISI, P., 2014. *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*. *Rivista di diritto bancario*, 3, p. 3.

- deve essere definita la quota di capitale che si offre al pubblico, così come il prezzo e come si intende remunerare gli investitori;
- sono presenti diversi costi, come le commissioni di successo, legali e amministrativi;
- presenza di tanti piccoli comproprietari con oneri finanziari inferiori rispetto la quotazione nel mercato secondario;
- necessaria la redazione di un *business plan* e di un piano strategico, in modo tale da assicurare coloro che vogliono finanziare l'impresa;
- è necessario fare delle valutazioni ponderate in merito ai vari diritti societari e dei sottoscrittori i quali possono variare³⁴.

Questa modalità ha bisogno di essere maggiormente analizzata con una normativa *ad hoc*³⁵, in quanto sono presenti delle problematiche inerenti all'investimento partecipativo, agli interessi dei vari soggetti coinvolti e ai principi sottostanti il mercato finanziario³⁶.

1.2.5 Altri modelli

Esistono altre tipologie di *crowdfunding*, con quote di diffusione tuttavia inferiori:

- Il *pre purchase model* è simile al modello *reward*, dove oltre alla possibilità di avere il prodotto al termine della campagna, potrà avere un diritto di opzione nell'acquisto di azione o quote, avvicinandosi quindi anche a un modello partecipativo *equity*³⁷;
- il *do it yourself* è una tipologia di *crowdfunding* che si è affacciata da poco nel mercato, la quale prevede che il soggetto interessato alla raccolta fondi la effettui in modo autonomo attraverso un sito *web* personale³⁸;
- I modelli *hybrid* hanno caratteristiche peculiari sia dei modelli lucrativi che non³⁹;
- Nel *royalty model* chi effettua l'investimento verrà ripagato con una parte monetaria dei futuri profitti, ma senza avere la proprietà sul progetto e il rimborso del capitale⁴⁰.

³⁴ COMMISSIONE EUROPEA, 2015. *Il crowdfunding. Cos'è. Una guida per le piccole e medie imprese* [online], p. 15. Disponibile su <<https://ec.europa.eu>> [data di accesso: settembre 2019]

³⁵ Come descritto in modo esauriente al capitolo 2.

³⁶ ALVISI, P., 2014. *op. cit.*, p. 4.

³⁷ DE LUCA, R., 2015. *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità* [online], p. 5. Disponibile su <<https://www.fondazioneNazionaleCommercialisti.it/node/846>> [data di accesso: settembre 2019]

³⁸ CARATOZZOLO, R., 2017. L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese: equity crowdfunding. In: PARACAMPO, M. T. a cura di, 2017. *FINTECH Introduzione ai profili giuridici di un mercato tecnologico dei servizi finanziari*. Torino: G. Giappichelli Editore, p. 150.

³⁹ IOSIO, C., VALENTINUZ, G., 2016. *Fare impresa con il crowdfunding*. Milano: Ipsoa, p. 96.

⁴⁰ POLITECNICO DI MILANO, 2019. *Osservatorio crowdfunding. 4° Report Italiano sul CrowdInvesting* [online], pp. 5 e 6. Disponibile su: <<http://www.osservatoriominibond.it/portal/minibond/documenti;jsessionid=ACC5D99C7F213D955FED827EE8775464>> [data di accesso: novembre 2019]

1.3 Diffusione del *crowdfunding*

Il primo progetto ottenuto attraverso il *crowdfunding* viene fatto risalire al 1997 negli U.S.A. da parte di una band musicale la quale, impossibilitata a sostenere i costi di registrazione e diffusione del loro album, ha raccolto oltre € 60 mila attraverso una raccolta fondi via *web*. Da allora si susseguirono altri progetti tanto che nel 2001 nacque la prima piattaforma specializzata e nel corso degli anni il fenomeno si estese in tutto il mondo (Stati Uniti, Europa e Asia)⁴¹.

Il *crowdfunding* tuttavia ha acquisito notorietà solo a partire dal 2008, quando Barack Obama ha finanziato la propria campagna elettorale attraverso i contributi dei propri elettori attraverso una piattaforma *ad hoc donation*, raccogliendo in 21 mesi attraverso il sito barackobama.com ben \$ 750 milioni, con una donazione media di \$ 200 a persona. Consapevole delle potenzialità del *crowdfunding*, Barack Obama nella campagna elettorale del 2012 riutilizzò questo metodo, riuscendo a raccogliere \$ 631 milioni, ovvero quasi il doppio delle donazioni rispetto al suo avversario politico che preferì il ricorso alle forme tradizionali di finanziamento⁴². Negli anni successivi si diffuse ulteriormente, grazie al lancio delle due piattaforme leader del settore, *Kickstarter* e *Indiegogo*⁴³.

La metodologia di reperimento dei fondi necessari per le più disparate finalità attraverso il *crowdfunding* si è diffusa nel corso dell'ultimo decennio per diversi motivi:

- difficoltà da parte delle imprese di vedere erogato il prestito dagli istituti di credito o fondi di *private equity* o *venture capital*, i quali richiedono sempre più maggiori garanzie e un ritorno di profittabilità⁴⁴, in particolar modo a seguito della crisi finanziaria del 2008 scatenata dalla concessione da parte delle banche USA dei c.d. mutui *subprime*, la quale ha avuto conseguenze anche in Europa⁴⁵;
- sviluppo della rete *web* e dei *social network*, i quali permettono a una platea potenzialmente infinita di persone di finanziare l'idea imprenditoriale;

⁴¹ DE LUCA, R., 2015. *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità* [online], p. 6. Disponibile su: <<https://www.fondazionenazionalecommercianti.it/node/846>> [data di accesso: settembre 2019]

⁴² BINACCHI, A., GALLI, A., 2014. *Le start up innovative* [online], p. 100. Disponibile su: <https://www.odcec.mi.it/Ordine/Iscritti/Commissioni_consultive/Commissioni_dell_Ordine/Commissioni_dell_Ordine/Commissione_Startup/quaderno-56> [data di accesso: settembre 2019]

⁴³ S.n. *Breve storia del crowdfunding* [online]. Disponibile su <<https://www.crowd-funding.cloud/it/breve-storia-del-crowdfunding-223.asp>> [data di accesso: novembre 2019]

⁴⁴ BINACCHI, A., GALLI, A., 2014. *op. cit.*, p. 99.

⁴⁵ POLITECNICO DI MILANO, 2017. *Osservatorio crowdfunding. 2° Report Italiano sul CrowdInvesting*. [online], p.11. Disponibile su: <<http://www.osservatoriominibond.it/portal/minibond/documenti;jsessionid=ACC5D99C7F213D955FED827EE8775464>> [data di accesso: settembre 2019] Con riferimento ai dati dello *European Investment Fund*, l'accesso al capitale nell'UE vede l'Italia agli ultimi posti, davanti solo a Ungheria, Cipro e Grecia.

- sfruttamento delle esternalità di rete, ovvero quando più utenti usufruiscono di un determinato bene o servizio, maggiore è il valore che gli viene dato⁴⁶.

Di conseguenza anche la regolamentazione del fenomeno dal punto di vista normativo si è avuta recentemente. Negli U.S.A. ad esempio nel 2012 è stato emanato il *job Act* che autorizza l'intermediazione attraverso il *crowdfunding*, lasciando all'organismo di controllo *Securities and Exchange Commission* l'adempimento delle norme primarie⁴⁷. Nel Regno Unito il *Financial Conduct Authority* nel 2016 ha redatto la terza revisione del regolamento in tema di *crowdfunding*, mentre nel resto d'Europa la Commissione europea nel 2015 ha cercato di rendere il *crowdfunding* parte integrante del tentativo di creazione dell'Unione del Mercato dei Capitali⁴⁸.

Per quanto riguarda la diffusione della modalità *equity* nel mondo, la diffusione negli U.S.A. è rimasta limitata, in quanto sono previsti dei gravosi obblighi di *disclosure* verso le piccole imprese; d'altra parte la diffusione in Europa è maggiore, in quanto viene prevista una *disclosure* meno stringente⁴⁹.

Secondo il report di Richard Schwartz, il mercato complessivo del *crowdfunding* potrebbe raggiungere \$ 300 miliardi nel 2025⁵⁰.

Nei paragrafi successivi si avrà una panoramica della diffusione del fenomeno a livello mondiale, europeo e italiano, con un particolare approfondimento sulla modalità *equity*.

1.3.1 Nel mondo

Il recente *dossier crowdfunding* di M. Szmigiera⁵¹ ha portato alla luce la crescita del fenomeno nel corso degli ultimi anni.

Per quanto riguarda il volume mondiale di raccolta fondi attraverso il *crowdfunding*, il report mette in evidenza la crescita che c'è stata dal 2014 al 2016, raggiungendo nel 2016 quasi \$ 740 milioni. Questa crescita la si può notare nella seguente figura 1.4.

⁴⁶ PAVAN, A., 2018. *Il crowdfunding, cambia il modo tradizionale di fare impresa*. Padova: Cedam, pp. 12-17.

⁴⁷ DE LUCA, R., 2015. *op. cit.*, p. 7.

⁴⁸ Trad. da ARMOUR, J., ENRIQUES, L., 2017. The promise and perils of crowdfunding: between corporate finance and consumer contracts. *European corporate governance institute*, 366 (9), p. 3.

⁴⁹ Trad. da ARMOUR, J., ENRIQUES, L., 2017. *op. cit.*, p. 21.

⁵⁰ BINACCHI, A., GALLI, A., 2014. *op. cit.*, p. 99.

⁵¹ SZMIGIERA, M., 2018. *Dossier crowdfunding 2018* [online]. Disponibile su: www.statista.com/study/13089/crowdfunding-statista-dossier/ [data di accesso: novembre 2019]

Value of funds raised through crowdfunding worldwide from 2014 to 2016 (in million U.S. dollars)

Value of funds raised through crowdfunding globally 2014-2016

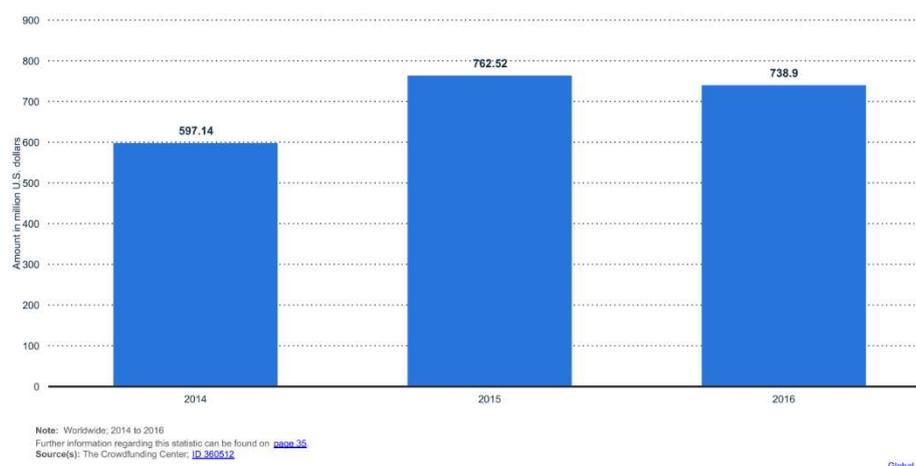


Figura 1.4: Totale fondi raccolti a livello globale dal 2014 al 2016. SZMIGIERA, M., 2018. *Dossier crowdfunding 2018* [online]

Un'altra informazione interessante proveniente da questo report è quella inerente ai fondi totali raccolti nel 2017 suddivisi per continente, dove si evidenzia, come si osserva nella figura 1.5, che è il Nord America a farla da padrone con ben \$ 17.200 milioni raccolti, distanziando di molto gli altri continenti.

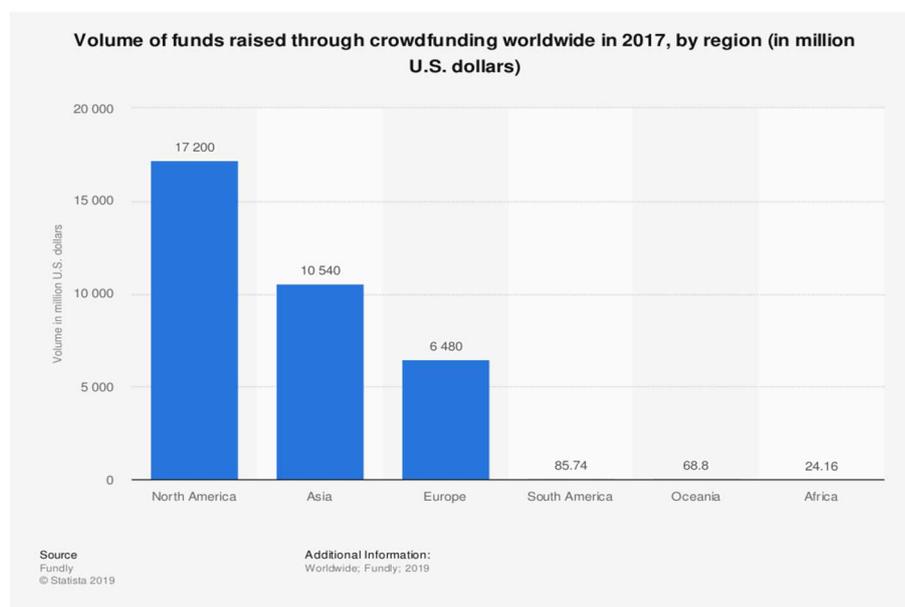


Figura 1.5: Totale fondi raccolti per continente nel 2017. SZMIGIERA, M., 2018. *Dossier crowdfunding 2018* [online]

Vengono evidenziate inoltre le elevate somme raccolte a livello mondiale nel 2017, aventi come finalità prestiti monetari di tipo *lending*, per un totale di \$ 25 miliardi, a seguire le raccolte fondi non monetarie di tipo *reward* e *donation*, e infine i finanziamenti attraverso modalità *equity*, come si può ben notare dalla figura seguente 1.6.

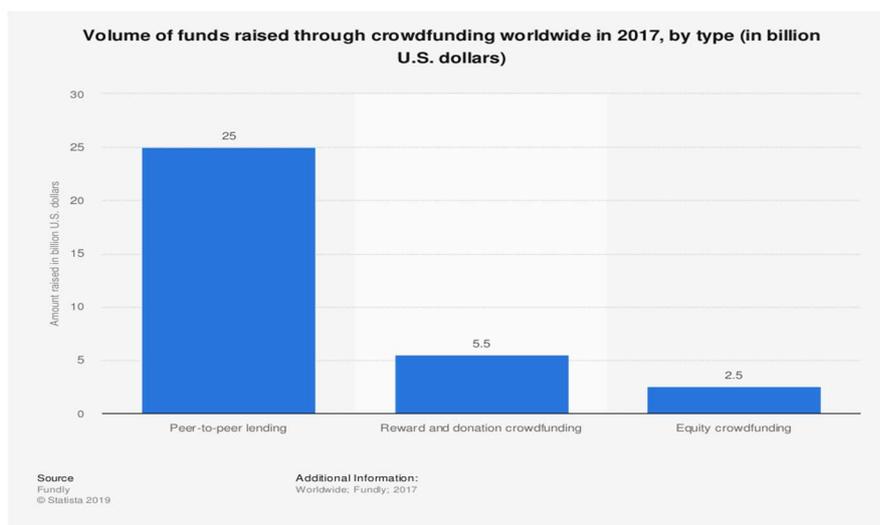
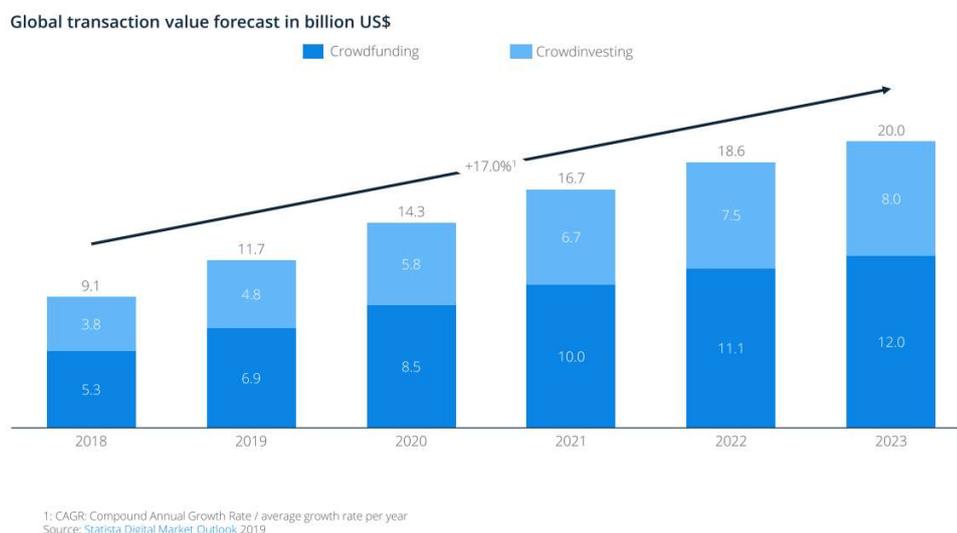


Figura 1.6: Totale fondi raccolti per tipologia a livello globale nel 2017. SZMIGIERA, M., 2018. *Dossier crowdfunding 2018* [online]

Un recente dossier di K. Striapunina⁵² analizza le previsioni future del fenomeno della finanza alternativa a livello mondiale⁵³.

Dalla figura 1.7 emerge che nel 2018 il valore delle transazioni a livello globale della finanza alternativa ammonta a più di \$ 9 miliardi, e si prevede che raggiungerà i \$ 20 miliardi nel 2023, raddoppiando di conseguenza nel giro di cinque anni il numero delle transazioni monetarie e con un tasso di crescita medio annuo del 17%.



⁵² STRIAPUNINA, K., 2019. *Fintech report 2019. Alternative financing* [online]. Disponibile su: <<https://www.statista.com/study/47352/fintech-report-alternative-financing/>> [data di accesso: novembre 2019]

⁵³ Il report fa rientrare nella finanza alternativa la categoria *reward* (chiamata nel report *crowdfunding*) ed *equity* (chiamata nel report *crowdinvesting*), tralasciando la tipologia *donation* e *loan*. Tuttavia è comunemente riconosciuto che quando si parla di *crowdfunding* ci si riferisce a tutte le tipologie descritte al paragrafo 1.2 di questo elaborato. Ulteriori strumenti di finanza alternativa non compresi nell'analisi di K. Striapunina sono i *minibond*, l'*invoice trading*, il *direct lending*, l'*initial coin offering*, il *private equity* e *venture capital*. Cfr. MANCINI, F., 2019. *Finanza alternativa: il mondo del credito è più integrato* [online]. Disponibile su: <<https://www.prestitionline.it/news-prestiti/finanza-alternativa-il-mondo-del-credito-e-piu-integrato-00028710.asp>> [data di accesso: gennaio 2020]

Figura 1.7: Previsione del valore delle transazioni a livello mondiale. STRIAPUNINA, K., 2019. *Fintech report 2019. Alternative financing* [online]

Per quanto riguarda le previsioni di crescita della finanza alternativa a livello territoriale, emerge la Cina, la quale si prevede passerà dai \$ 5 miliardi del 2018 ai \$ 12 miliardi nel 2023. milioni, con un tasso di crescita medio annuo del 19%, distanziando in modo considerevole sia l'Europa che gli Stati Uniti.

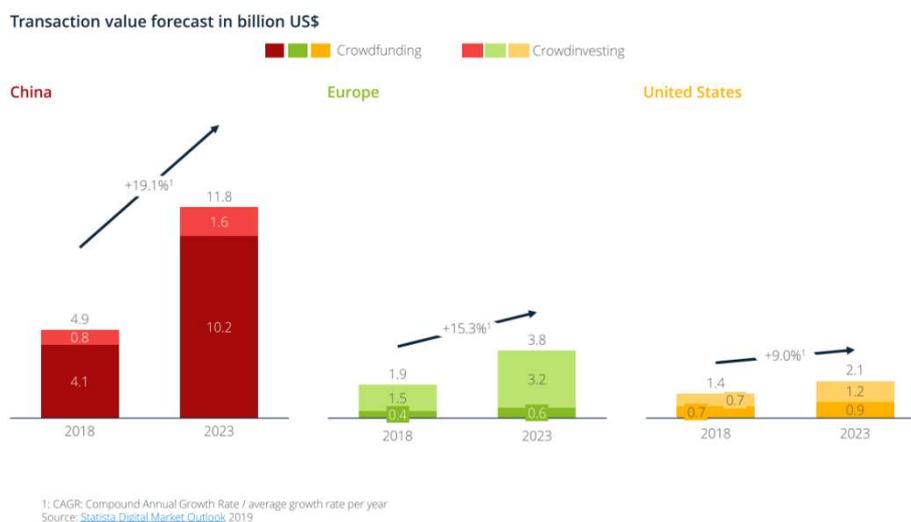


Figura 1.8: Previsione del valore delle transazioni per territorio. STRIAPUNINA, K., 2019. *Fintech report 2019. Alternative financing* [online]

1.3.2 In Europa

Il recente dossier di J. Cherowbrier ha messo alla luce diverse informazioni sulla finanza alternativa in Europa⁵⁴; di seguito verranno riportate alcune statistiche rilevanti.

Come si può notare dalla figura 1.9, il mercato della finanza alternativa in Europa è aumentato considerevolmente nel corso degli anni.

⁵⁴ CHEROWBRIER, J., 2019. *Crowdfunding in Europe* [online]. Disponibile su: <<https://www.statista.com/topics/3372/crowdfunding-in-europe/>> [data di accesso: novembre 2019]. J. Cherowbrier nel suo report fa ricomprendere nella finanza alternativa il *crowdfunding* in tutte le sue tipologie, l'*invoice trading* e i *minibond*.

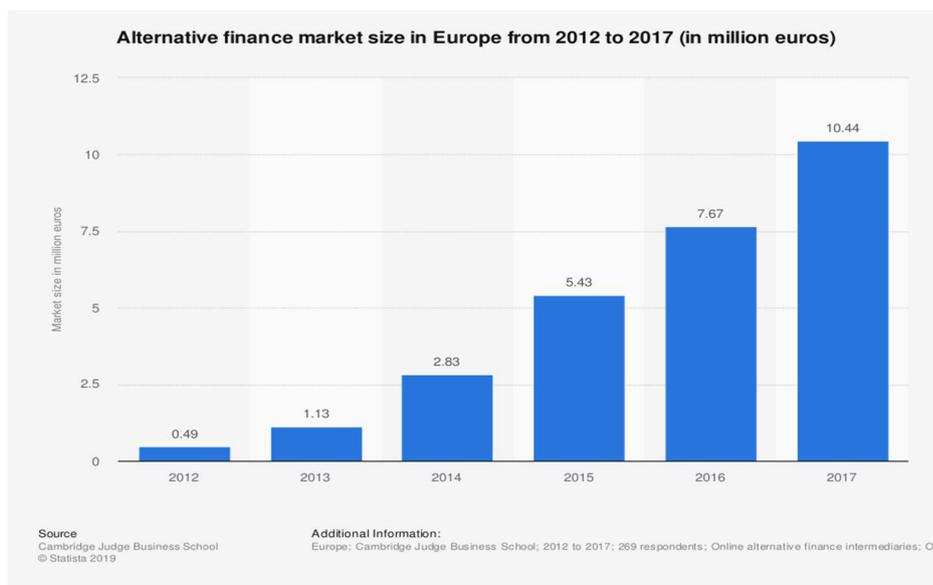


Figura 1.9: Mercato della finanza alternativa in Europa dal 2012 al 2017. CHEROWBRIER, J., 2019. *Crowdfunding in Europa* [online]

Il mercato del *crowdfunding* è molto florido soprattutto nel Regno Unito, con valori ogni anno più che doppi rispetto al resto d’Europa, come si può notare nella figura 1.10; inoltre nella figura 1.11 si può osservare come i finanziamenti erogati tramite le piattaforme *online* inglesi superino considerevolmente, con più di € 7 miliardi nel 2017, quelli erogati da tutti gli altri paesi europei.

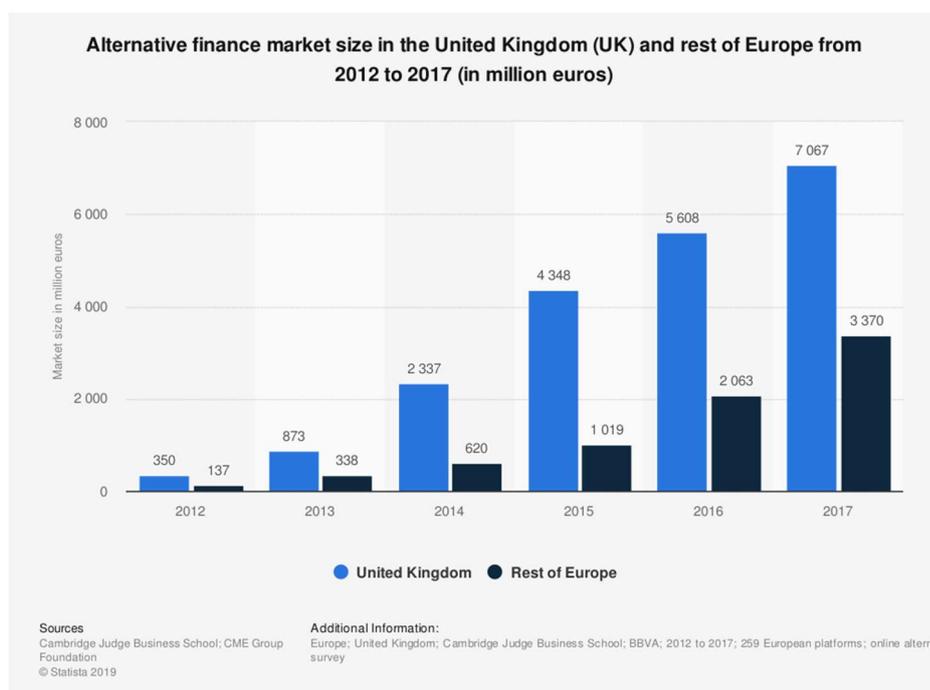


Figura 1.10: Mercato della finanza alternativa in UK e resto d’Europa dal 2012 al 2017. CHEROWBRIER, J., 2019. *Crowdfunding in Europa* [online]

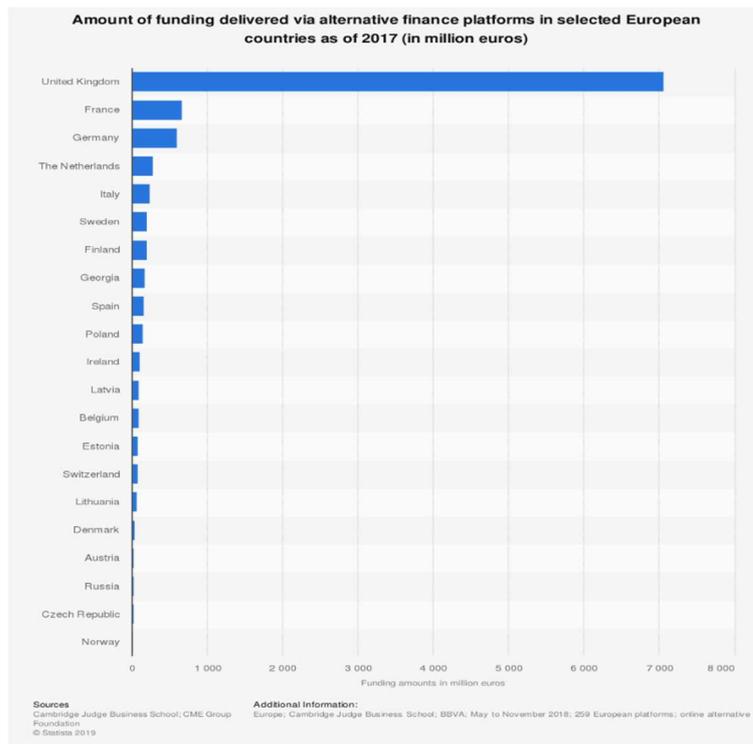


Figura 1.11: Denaro finanziato tramite portali *online* europei nel 2017. CHEROWBRIER, J., 2019. *Crowdfunding in Europa* [online]

Per quanto riguarda invece le modalità di *crowdfunding* utilizzate nel vecchio continente, escludendo il Regno Unito, la figura 1.12 mostra come la categoria che ottiene il maggior valore delle transazioni è quella del *lending crowdfunding*, con ben € 1,4 miliardi raccolti nel 2017.

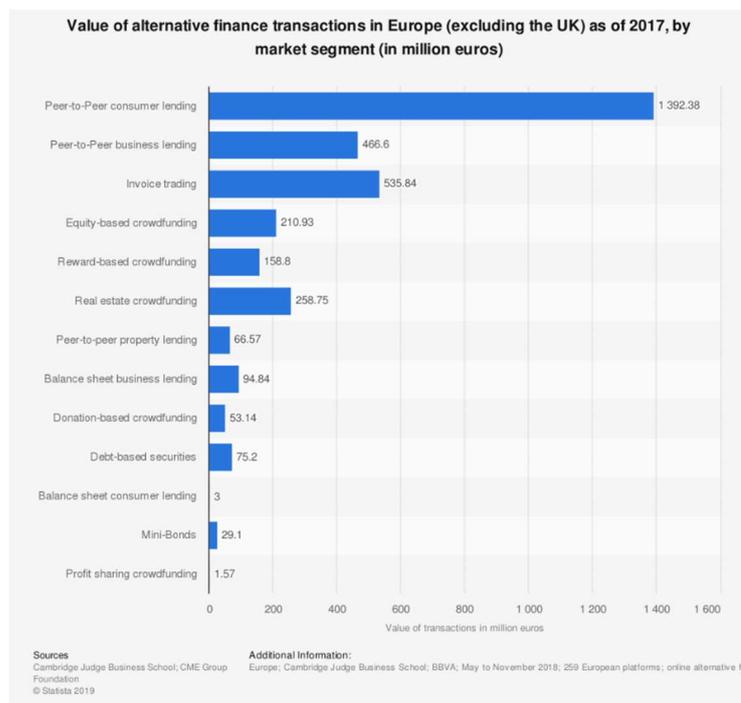


Figura 1.12: Transazioni di finanza alternativa per tipologia in Europa nel 2017. CHEROWBRIER, J., 2019. *Crowdfunding in Europa* [online]

L'*equity crowdfunding* mostra una crescita elevata nel corso degli anni in Europa, tranne nel 2017, il quale ha visto una lieve contrazione a livello di transazioni monetarie, come si può evincere dalla figura seguente 1.13 (non viene considerato tuttavia il Regno Unito).

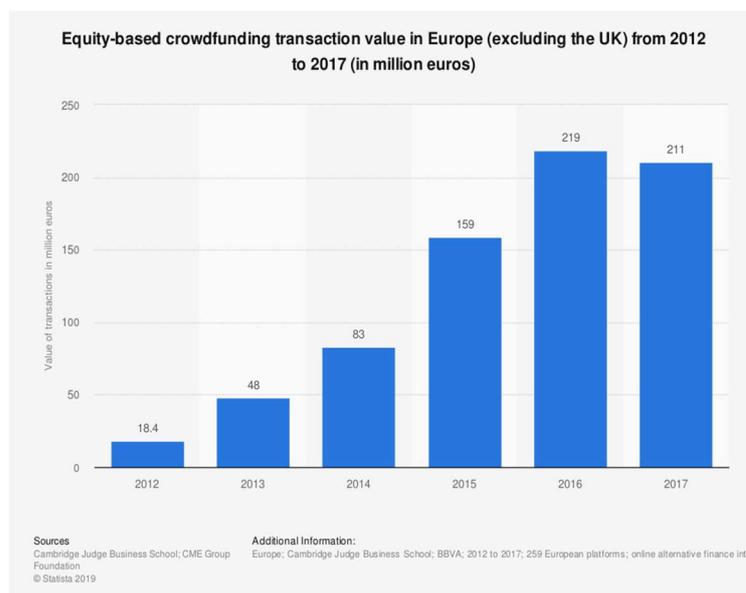
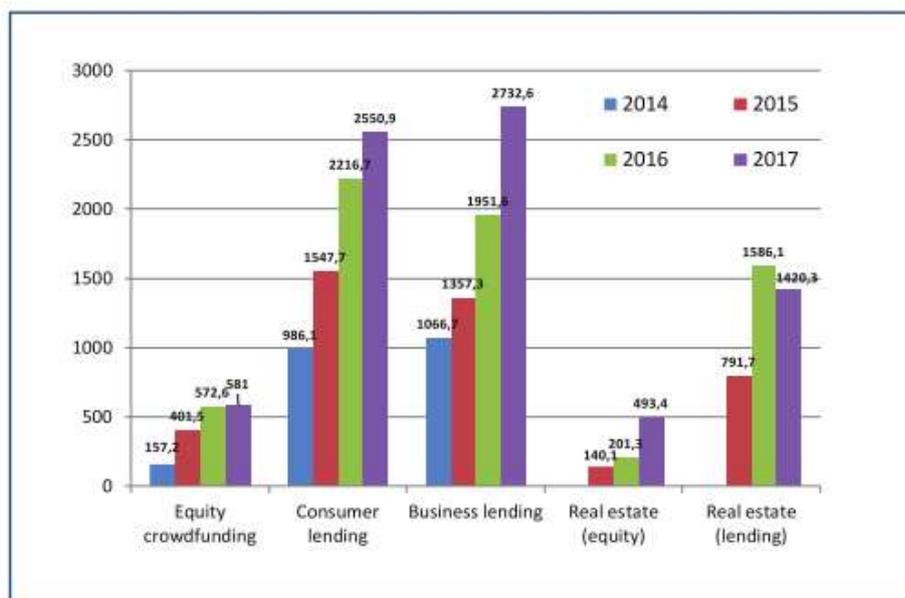


Figura 1.13: Valore delle transazioni equity crowdfunding in Europa dal 2012 al 2017. CHEROWBRIER, J., 2019. *Crowdfunding in Europa* [online]

Anche l'analisi del *Cambridge Centre for Alternative Finance* mostra i volumi di crescita in € milioni di alcune modalità di finanza alternativa in Europa (questa volta col Regno Unito incluso) dal 2014 al 2017⁵⁵: il grafico 1.14 conferma quanto descritto nella figura 1.12, ovvero con la modalità *lending* a spiccare tra le altre modalità con € 5,2 miliardi raccolti complessivi e con la modalità *equity* subire una lieve contrazione nella crescita.



⁵⁵ Analisi riportata in POLITECNICO DI MILANO, 2019. *Osservatorio crowdfunding. 4° Report Italiano sul CrowdInvesting* [online], p. 9. Disponibile su: <http://www.osservatoriominibond.it/portal/minibond/documenti;jsessionid=ACC5D99C7F213D955FED827EE8775464> [data di accesso: novembre 2019]

Figura 1.14: Transazioni di finanza alternativa per alcune tipologie in Europa dal 2014 al 2017. Cambridge Centre for Alternative Finance, in POLITECNICO DI MILANO, 2019. *Osservatorio crowdfunding. 4° report Italiano sul CrowdInvesting* [online]

La figura successiva 1.15 conferma quanto è stato detto sul Regno Unito nelle figure 1.10 e 1.11, ovvero che possiede il volume di raccolta maggiore rispetto a tutti gli altri Stati Europei. In particolar modo si può notare come nel 2017 la raccolta di denaro, nelle cinque modalità evidenziate nella figura 1.14, è maggiore di gran lunga rispetto alla Germania e alla Francia.

	Regno Unito	Germania	Francia
<i>Equity crowdfunding</i>	£ 333 milioni	€ 20 milioni	€ 48 milioni
<i>Consumer lending</i>	£ 1.043 milioni	€ 325 milioni	€ 293 milioni
<i>Business lending</i>	£ 2.039 milioni	€ 71 milioni	€ 88 milioni
<i>Real estate (equity)</i>	£ 211 milioni	€ 127 milioni	€ 67 milioni
<i>Real estate (lending)</i>	£ 1.218 milioni	n.d.	n.d.

Figura 1.15: Volume di raccolta per tipologia in alcuni paesi europei nel 2017. POLITECNICO DI MILANO, 2019. *Osservatorio crowdfunding. 4° report Italiano sul CrowdInvesting* [online]

1.3.1 In Italia

Il *crowdfunding* in Italia ha riscontrato un notevole sviluppo nel corso degli ultimi quattro anni, con una raccolta monetaria complessiva che è passata da più di € 65 milioni nel 2015 a più di € 244 milioni nel 2018, come si può evincere dalla figura 1.16⁵⁶.



Figura 1.16: Raccolta complessiva in euro in Italia dal 2015 al 2018. STARTEED, 2019. *Il crowdfunding in Italia: report* [online]

Per quanto riguarda la tipologia *donation*, cioè quella che prevede una donazione senza ricompensa monetaria, e la tipologia *reward*, cioè quella che prevede una ricompensa materiale al termine della campagna, fino al 2018 sono stati raccolti quasi € 52 milioni complessivi (solo

⁵⁶ <<Dati aggiornati alla prima settimana di gennaio 2019>>. STARTEED, 2019. *Il crowdfunding in Italia: report* [online], p. 9. Disponibile su: <<https://www.crowdfundingreport.it>> [data di accesso: settembre 2019].

nel 2018 sono stati raccolti quasi € 18 milioni)⁵⁷. All'interno delle numerose piattaforme *web donation/reward*,⁵⁸ le quali si sono diffuse a causa della regolamentazione mancante⁵⁹, si distingue Eppela, la quale distanzia considerevolmente i *competitor* nella raccolta fondi con ben € 14 milioni complessivi raccolti fino al 2018⁶⁰. Nella figura 1.17 si può notare il *trend* di crescita degli ultimi anni.



Figura 1.17: Raccolta su piattaforme *donation/reward* in euro in Italia dal 2015 al 2018. STARTEED, 2019. *Il crowdfunding in Italia: report* [online]

Per quanto riguarda la tipologia *equity*, cioè quelle campagne che prevedono una partecipazione agli utili o azioni societarie, fino al 2018 sono stati raccolti quasi € 60 milioni complessivi (solo nel 2018 sono stati raccolti più di € 41 milioni)⁶¹. Delle 29 piattaforme *web* di categoria *equity*⁶² le due piattaforme *Crowdfundme* e *Mamacrowd* sono state quelle che hanno raccolto più fondi rispetto le altre, rispettivamente con più di € 12 milioni e più di € 16 milioni raccolti complessivi fino al 2018⁶³. Nella figura 1.18 si può notare il *trend* di crescita nella raccolta fondi degli ultimi anni.

⁵⁷ STARTEED, 2019. *op. cit.*, p. 9.

⁵⁸ La prima in Italia è Produzioni dal Basso, nata in Italia nel lontano 2005. BINACCHI, A., GALLI, A., 2014. *Le start up innovative* [online], p. 100. Disponibile su: <https://www.odcec.mi.it/Ordine/Iscritti/Commissioni_consultive/Commissioni_dell_Ordine/Commissioni_dell_Ordine/Commissione_Startup/quaderno-56> [data di accesso: settembre 2019]

⁵⁹ STARTEED, 2019. *op. cit.*, p. 8.

⁶⁰ STARTEED, 2019. *op. cit.*, pp. 10 e 11.

⁶¹ STARTEED, 2019. *op. cit.*, p. 13.

⁶² STARTEED, 2019. *op. cit.*, p. 24.

⁶³ STARTEED, 2019. *op. cit.*, p. 13.



Figura 1.18: Raccolta su piattaforme equity in euro in Italia dal 2015 al 2018. STARTEED, 2019. *Il crowdfunding in Italia: report* [online]

Si possono fare ulteriori considerazioni in merito alla modalità *equity*. Con l'apertura del mercato a tutte le PMI e l'innalzamento delle deduzioni fiscali al 40%, si ha avuto nel 2018 un vero e proprio boom⁶⁴, e i dati seguenti lo dimostrano.

Le società finanziate nel 2018 sono raddoppiate rispetto l'anno precedente, salendo a quota 113; gli investitori nel 2018 sono quasi triplicati rispetto al 2017, salendo a quasi 9.500; la media dei sottoscrittori per campagna è aumentata a 84; il raccolto per ogni offerta è aumentato a 319.000; l'investimento medio è rimasto perlopiù uguale a € 3.700 euro circa⁶⁵. Vengono riportati nella figura 1.19 i dati sulle operazioni di *crowdfunding* degli ultimi 4 anni.

	2018	2017	2016	2015
N. campagne a buon fine	113	50	17	5
N. Sottoscrittori	9.444	3.250	736	195
Media N. sottoscrittori	84	65	39	37
Ammontare medio raccolto	319.548	235.760	246.053	307.398
Importo medio per investitore	3.804	3.627	5.683	7.882

Figura 1.19: Dati principali sui finanziamenti *equity crowdfunding* avvenuti con successo. FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI. 2019. *L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari*. [online]

⁶⁴ MACCAFERRI, A., 2019. Il crowdfunding raddoppia in un anno e arriva a 245 milioni. *Il sole 24 ore* [online]. Disponibile su: <<https://www.ilsole24ore.com/art/il-crowdfunding-raddoppia-un-anno-e-arriva-245-milioni-AFDiUmD>> [data di accesso: settembre 2019]

⁶⁵ FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019. *L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari* [online], pp. 5 e 6. Disponibile su: <<https://fondazionenazionalecommercialisti.it/node/1383>> [data di accesso: settembre 2019]

Per quanto riguarda la tipologia *lending*, cioè le campagne di raccolta fondi aventi come corrispettivo per l'investitore un tasso di interesse pattuito tra le parti, fino al 2018 sono stati raccolti € 127 milioni complessivi (solo nel 2018 sono stati raccolti quasi € 52 milioni)⁶⁶. Le due 2 piattaforme *web* di categoria *lending Borsa del credito* e *Smartika* sono state quelle che hanno raccolto più fondi rispetto le altre, rispettivamente con più di € 52 milioni e quasi € 28 milioni raccolti complessivi fino al 2018⁶⁷. Nella figura 1.20 si può notare il *trend* di crescita.



Figura 1.20: Raccolta su piattaforme *lending* in euro in Italia dal 2015 al 2018. STARTEED, 2019. *Il crowdfunding in Italia: report* [online]

L'anno 2018 ha visto un vero e proprio incremento del fenomeno *crowdfunding*, derivante anche da questi nuovi fattori rispetto gli anni passati:

- iniziative provenienti dagli istituti di credito tradizionali, con progetti sociali che coinvolgono enti *no profit* e con un *focus* sul territorio locale⁶⁸;
- fruizione del *crowdfunding* da parte delle pubbliche amministrazioni, le quali mettono in relazione il territorio, la popolazione e le innovazioni locali⁶⁹;
- ingresso del *real estate crowdfunding* (*crowdfunding* immobiliare), dove le 7 campagne portate a termine hanno raccolto quasi € 8 milioni⁷⁰.

Il 4° report Italiano sul *Crowdinvesting* prevede inoltre che <<il 2019 si chiuderà con una raccolta potenziale vicina ai € 60 milioni e il 2020 potrebbe, nello scenario più ottimistico, segnare un ulteriore progresso verso quota € 80 milioni>>⁷¹.

⁶⁶ STARTEED, 2019. *op. cit.*, p. 15.

⁶⁷ STARTEED, 2019. *op. cit.*, p. 15.

⁶⁸ STARTEED, 2019. *op. cit.*, pp. 35 e 36.

⁶⁹ STARTEED, 2019. *op. cit.*, p. 41.

⁷⁰ FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019. *op. cit.*, p. 5.

⁷¹ POLITECNICO DI MILANO, 2019. *Osservatorio crowdfunding. 4° Report Italiano sul CrowdInvesting* [online], p.38. Disponibile su:

<<http://www.osservatoriominibond.it/portal/minibond/documenti;jsessionid=ACC5D99C7F213D955FED827EE8775464>> [data di accesso: novembre 2019]

In Italia si è verificata questa crescita in quanto negli ultimi anni, a seguito dei numerosi interventi legislativi e regolamentari da parte dell'associazione delle piattaforme di *equity crowdfunding*, della Consob, del MISE e del Parlamento (v. paragrafo 2.1 di questo elaborato), sono stati rimossi i limiti strutturali che impedivano il perfezionamento degli ordini di investimento e le differenze sui tassi di crescita rispetto agli altri paesi UE si stanno colmando⁷².

1.4 Le campagne di successo di *Glass to Power*



Figura 1.21: Logo aziendale Glass to Power. S. n., 2017. Glass to Power. *Crowdfunding Buzz* [online]

Glass to Power è uno Spin-off dell'Università degli Studi di Milano Bicocca fondata a settembre 2016 da 11 soci con un capitale iniziale di € 300 mila, che produce moduli di finestre con pannelli fotovoltaici trasparenti ed incolori grazie alla tecnologia brevettata *Luminescent Solar Concentrator* (LSC), i quali generano una produzione di circa 50W/mq e superano il problema estetico integrandosi ottimamente nell'architettura degli edifici, permettendo di raggiungere gli obiettivi energetici previsti dalla Direttiva UE 2010/31/EU per gli edifici di nuova costruzione⁷³.

A maggio 2017 è stato deliberato un aumento di capitale: *Glass to Power* è stata valorizzata a € 1,5 milioni, con un rapporto delle quote di 1 a 5, portando il patrimonio netto a € 600 mila, di cui € 360 mila di capitale sociale e € 240 mila in fondo sovrapprezzo quote⁷⁴.

Con i capitali di raccolta previsti attraverso il portale *web Crowdfundme*, pari a € 183.750 con un investimento minimo di € 250, la *startup* effettuerà degli investimenti in ricerca e sviluppo e *marketing*, affinerà maggiormente la tecnologia di nanoparticelle in modo da sviluppare un

⁷² BEBEEZ, 2018. *Equity crowdfunding in Italia. Previsioni di crescita di un modello dirompente di finanza alternativa* [online]. Disponibile su: <<https://bebeez.it/files/2018/10/Equity-Crowdfunding-in-Italia-Previsioni-2018-2020.pdf>> [data di accesso: dicembre 2019]

⁷³ S.n., 2017. *Glass to Power. Crowdfunding Buzz* [online]. Disponibile su: <<http://crowdfundingbuzz.it/ecf-piches/glass-to-power>> [data di accesso: gennaio 2020]

⁷⁴ S.n., 2019. *I soci* [online]. Disponibile su: <<https://www.glasstopower.com/g2p/pages/soci/>> [data di accesso: gennaio 2020]

pannello più efficiente e di maggiori dimensioni, assumerà nuove risorse e si dedicherà all'ingegnerizzazione del prodotto per realizzare un modulo completo di tutte le certificazioni⁷⁵.

Grazie all'apporto finanziario da parte di 54 investitori, i quali sono diventati soci della società, a luglio 2017 è stato raggiunto l'obiettivo *target* previsto e questo ha consentito all'azienda di internalizzare la produzione delle nano-particelle assumendo cinque ricercatori, ottenere un'ottima compatibilizzazione, avviare una NanoFarm col fine di ottenere una prima produzione in quantità industriale di nano-particelle, completare gli accordi strategici con i partner industriali fondamentali per la realizzazione di finestre con volumi coerenti al piano di sviluppo industriale e avviare la certificazione dei prodotti⁷⁶. Il valore della società è passato da € 1,5 milioni a € 1,8 milioni.



Figura 1.22: Successo della prima campagna di *crowdfunding*. S. n. GLASS TO POWER. *Crowdfundme* [online]

A marzo 2018 è stato deliberato un ulteriore aumento di capitale basandosi su una valutazione effettuata dal *network* di revisione e consulenza BDO, la quale individuava il valore della società a fine 2017 a € 9 milioni⁷⁷. L'aumento di capitale si è concluso attraverso una seconda campagna di *equity crowdfunding*, la quale prevedeva un obiettivo di raccolta pari a € 500 mila con un investimento minimo di € 500: questa seconda campagna tuttavia è andata ben oltre le aspettative, battendo tutti i record italiani di raccolta presso un portale *web*, raccogliendo in meno di due mesi e con 10 giorni di anticipo rispetto al termine prefissato ben € 2.250 milioni,

⁷⁵ S.n. *GLASS TO POWER* [online]. Disponibile su: <<https://www.crowdfundme.it/projects/glass-to-power/>> [data di accesso: gennaio 2020]

⁷⁶ S.n. *GLASS TO POWER 2* [online]. Disponibile su: <<https://www.crowdfundme.it/projects/glass-to-power-2/>> [data di accesso: gennaio 2020]

⁷⁷ S.n., 2019. *op. cit.*

con il coinvolgimento di ben 495 investitori⁷⁸. Il valore della società è passato da € 9 milioni a € 11.250 milioni.



Figura 1.23: Successo della seconda campagna di crowdfunding. S. n. GLASS TO POWER 2. *Crowdfundme* [online]

Glass to Power si è trasformata in S.p.A. e ciascuna azione ha un valore nominale di € 1 e € 24 di sovrapprezzo azioni, con un patrimonio netto che passa da € 600 mila a ben € 2.850 milioni, di cui € 450 mila di capitale nominale e € 2.400 milioni in fondo sovrapprezzo azioni⁷⁹.

Il capitale raccolto di € 2.250 milioni sarà investito nell'acquisizione della famiglia di brevetti, in un co-finanziamento del progetto NanoFarm, nella realizzazione di una linea di produzione di plexiglass presso un partner industriale e lo sviluppo ulteriore dell'attività di marketing e commerciale a sostegno dello sviluppo della società⁸⁰.

Il prossimo obiettivo aziendale è quello di realizzare le prime installazioni sperimentali dei pannelli fotovoltaici trasparenti fonte di energia rinnovabile entro fine 2018, per iniziare la vera e propria commercializzazione nel 2019, con conseguente quotazione in borsa nei prossimi anni⁸¹.

⁷⁸ S.n., 2018. *Concluso con successo l'aumento di capitale di Glass to Power. Grazie al crowdfunding raccolti 2,250 milioni di euro da 500 nuovi investitori* [online]. Disponibile su: <<https://www.glasstopower.com/g2p/concluso-successo-laumento-capitale-glass-to-power-grazie-al-crowdfunding-raccolti-2250-milioni-euro-500-nuovi-investitori/>> [data di accesso: gennaio 2020]

⁷⁹ S.n., 2019. *op. cit.*

⁸⁰ S.n. *op. cit.*

⁸¹ ADONOPOULOS, G., 2018. *CrowdFundMe: le storie crowdfunding di maggior successo* [online]. Disponibile su: <<https://money.it/CrowdFundMe-le-campagne-crowdfunding-di-maggior-successo>> [data di accesso: gennaio 2020]

La figura successiva mostra gli obiettivi che si è posta l'azienda nel corso degli anni, raggiunti grazie alle campagne di *equity crowdfunding*.

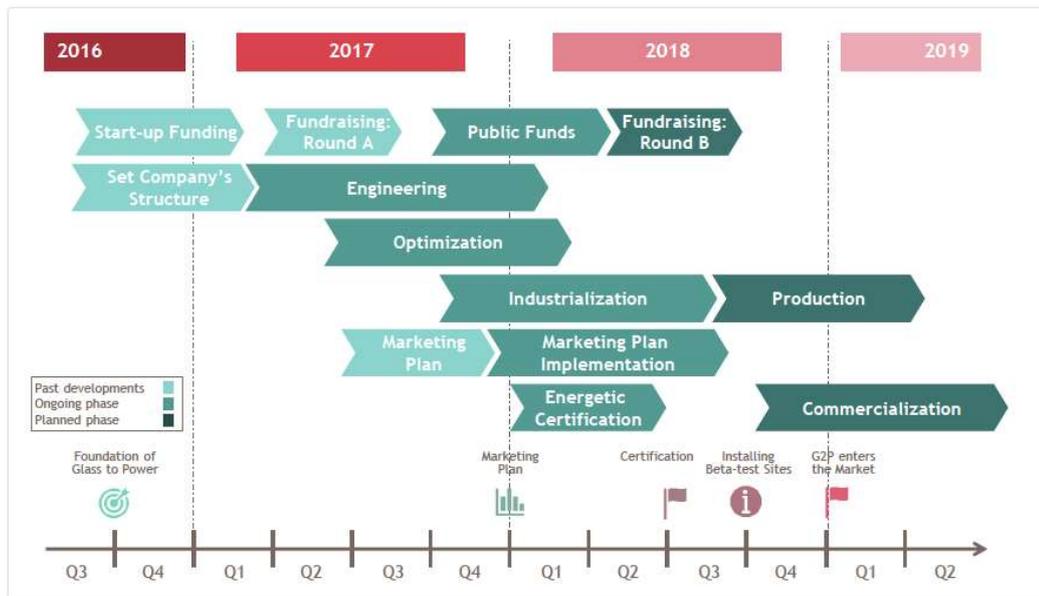


Figura 1.24: Obiettivi aziendali. S. n. GLASS TO POWER 2. *Crowdfundme* [online]

CAPITOLO 2

SRL ED EQUITY CROWDFUNDING

2.1 Normativa prevista in Italia per l'*equity crowdfunding*

A seguito della crisi bancaria del 2008 l'Italia è diventato un innovatore moderato, cioè ha prodotto dell'innovazione inferiore di quanto mediamente si faccia negli altri paesi dell'Unione europea⁸², a causa tra l'altro dei ritardi nei lavori per rendere il paese competitivo nel settore pubblico e industriale, soprattutto nel settore tecnologico⁸³.

Questo *gap* innovativo che si è prodotto può dipendere da diversi fattori:

- difficoltà da parte delle imprese start up ad ottenere da parte degli istituti di credito tradizionali, ma anche da parte dei *venture capitalist* e *business angel*, quelle risorse finanziarie necessarie per l'avvio della propria attività;
- mercato statico del capitale di rischio privato;
- eccessiva burocrazia che frena le iniziative imprenditoriali⁸⁴.

Per far fronte a queste problematiche in Italia nel 2012 è stata emanata una disciplina specifica sull'*equity crowdfunding*, la quale necessita di una specifica normativa in virtù del fatto che l'investitore acquista quote societarie attraverso investimenti rischiosi illiquidi⁸⁵, a differenza delle altre modalità viste al paragrafo 1.2.

Questo intervento normativo prevedeva il rilancio dello sviluppo economico in Italia, normando il fenomeno sulla base delle esigenze imprenditoriali delle *startup*, con l'obiettivo di realizzare una crescita sostenibile, uno sviluppo tecnologico e favorire l'occupazione giovanile⁸⁶.

Si è cercato di porre le basi per trasformare l'Italia in un nuovo *startup country*, attraverso l'adozione di un modello economico focalizzato sulla conoscenza e innovazione, in modo tale da portare sviluppo economico e migliorare le condizioni di *welfare*⁸⁷.

⁸² COMMISSIONE EUROPEA, 2012. *Innovation Union Scoreboard 2011* [online], p. 7. Disponibile su <https://ec.europa.eu/eip/ageing/library/innovation-union-scoreboard-2011_en> [data di accesso: novembre 2019]

⁸³ S.n. *Innovation Union Scoreboard* [online]. Disponibile su <<https://www.apre.it/innovation-union/innovation-union-scoreboard/>> [data di accesso: novembre 2019]

⁸⁴ SANTORO, V., TONELLI, E., 2014. Equity crowdfunding ed imprenditorialità innovativa. *Rivista di diritto bancario*, 2, pp. 24 e ss.

⁸⁵ DE LUCA, R., 2015. *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità* [online], p. 8. Disponibile su <<https://www.fondazioneNazionaleCommercialisti.it/node/846>> [data di accesso: settembre 2019]

⁸⁶ DE LUCA, R., 2015. *op. cit.*, pp. 8 e 9.

⁸⁷ CUCCHIARATO, G., 2016. *L'equity crowdfunding dopo la legge di stabilità 2017* [online], p. 3. Disponibile su <<http://dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/l-equity-crowdfunding-dopo-la-legge-di-stabilità-2017>> [data di accesso: settembre 2019]

La regolamentazione del fenomeno non si è fermata nel 2012, bensì si è evoluta nel tempo con continue modifiche e integrazioni, al fine di migliorarla e renderla maggiormente coerente con le richieste dei soggetti coinvolti e dell'evoluzione del mercato⁸⁸.

Bisogna premettere inoltre che fin dall'inizio la disciplina dell'*equity crowdfunding* è stata normata su un doppio livello: sono state introdotte delle modifiche alla disciplina dell'intermediazione finanziaria presente nel Testo Unico della Finanza (norma primaria) e c'è stata una integrazione da parte della Consob con un regolamento *ad hoc* (norma secondaria)⁸⁹.

2.1.1 Decreto legge 179/2012 (decreto crescita bis): la *startup* innovativa

In tema di *equity crowdfunding* in Italia, l'intervento normativo più importante è il Decreto legge 179 del 2012, intitolato "Ulteriori misure urgenti per la crescita del paese", cioè il c.d. "Decreto Crescita *Bis*", il quale ha introdotto all'interno dell'articolo 1 del D.lgs. 58/1998 Testo Unico della Finanza (TUF) i commi *5-novies* e *5-decies*, gli articoli *50-quinquies* e *100-ter*, mentre la specifica regolamentazione *ad hoc* dell'*equity crowdfunding* è avvenuta nel 2013 da parte della Consob⁹⁰.

Si ha avuto una regolamentazione su un doppio livello in quanto il Decreto ha modificato la legislazione primaria relativa alla disciplina dei mercati finanziari, e anche per avere un sistema flessibile e modificabile nel tempo volto a tutelare gli interessi degli investitori: viene ridotta l'asimmetria informativa tra emittente e investitori, garantendo inoltre una migliore allocazione del risparmio⁹¹.

Per quanto riguarda la norma primaria del TUF, essa ha attribuito alla Consob specifici poteri di vigilanza e di istruttoria, inoltre ha individuato le aree di delega regolamentare alla Consob, prevedendo la figura del gestore *online* con relative regole di condotta (art. *50-quinquies*) e la presenza di nuove regole in merito l'attuazione dell'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita di strumenti finanziari attraverso portali *web* (art. *100-ter*)⁹².

Per quanto riguarda la norma secondaria, è la Consob stessa con la delibera 18592/2013, intitolata "Regolamento sulla raccolta dei capitali di rischio da parte di *startup* innovative

⁸⁸ CARATOZZOLO, R., 2017. L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese: equity crowdfunding. In: PARACAMPO, M. T. a cura di, 2017. *FINTECH Introduzione ai profili giuridici di un mercato tecnologico dei servizi finanziari*. Torino: G. Giappichelli Editore, p. 154.

⁸⁹ VITALI, M.L., 2014. Equity crowdfunding: la nuova frontiera del capitale di rischio. *Rivista delle società*, 2, pp. 374, 375 e 380.

⁹⁰ IOSIO, C., VALENTINUZ, G., 2016. *Fare impresa con il crowdfunding*. Milano: Ipsoa, p. 109.

⁹¹ VITALI, M.L., 2014. Equity crowdfunding: la nuova frontiera del capitale di rischio. *Rivista delle società*, 2, pp. 380 e 381.

⁹² VITALI, M.L., 2014. *op. cit.* pp., 381 e 383.

tramite portali *online*” che ha completato e attuato la normativa primaria, attraverso l’emanazione del testo regolamentare citato⁹³: viene posta l’attenzione sulle caratteristiche che i gestori devono avere per ottenere l’iscrizione al registro dei portali, sul processo autorizzativo e sanzionatorio, sugli obblighi di condotta richiesti ai gestori e sull’informativa minima da dare agli investitori, sul fatto che una quota pari al 5% dell’offerta di strumenti finanziari deve essere fornita da investitori professionali o da altri istituti, sull’obbligo da parte degli emittenti di fornire nello statuto o atto costitutivo delle misure idonee per la tutela dell’investitore e sul diritto di revoca entro sette giorni per l’investitore⁹⁴.

Il Decreto Legge del 2012 ha previsto inoltre che le campagne devono essere proposte da una *startup* innovativa, le quale gode di agevolazioni fiscali, societari e gestionali⁹⁵, in particolar modo agevolazioni in sede di costituzione e avvio, incentivi sugli investimenti, deroghe al diritto societario e fallimentare, oltre la possibilità di raccogliere capitali di rischio attraverso piattaforme *online equity based*⁹⁶.

Sulla base dell’art. 25, co. 2 del D.L. 179/2012, la *startup* innovativa è quella <<società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, [...] le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione>>, la quale deve possedere i seguenti requisiti in fase d’avvio:

- la maggioranza del capitale sociale e dei diritti di voto devono essere possedute da soci persone fisiche nei 2 anni successivi alla costituzione;
- deve essere costituita e svolgere un’attività da non più di 4 anni (5 anni dal 2015);
- ha la sede principale degli affari in Italia
- a partire dal secondo anno di attività, deve possedere un totale del valore della produzione annua non superiore a € 5 milioni;
- ha l’obbligo di non distribuire utili;

⁹³ CNDCEC, CONSOB, 2016. *L’equity-crowdfunding. Position paper* [online], p. 14. Disponibile su: <<https://oldsite.commercialisti.it/Portal/News/NewsDetail.aspx?id=12967887-fe8f-4147-a286-5296bdc975a7>> [data di accesso: settembre 2019]. Questo regolamento è stato rivisto dalla Consob nel 2016 a seguito delle novità introdotte dall’*Investment Compact*, e nel 2018 a seguito del recepimento in Italia della Mifid II e dalle novità introdotte dalla legge di stabilità del 2017.

⁹⁴ POLITECNICO DI MILANO, 2019. *Osservatorio crowdfunding. 4° Report Italiano sul CrowdInvesting* [online], pp. 11,12. Disponibile su: <<http://www.osservatoriominiobond.it/portal/minibond/documenti;jsessionid=ACC5D99C7F213D955FED827EE8775464>> [data di accesso: novembre 2019] Per comprendere meglio quali sono le principali caratteristiche di una operazione di *equity crowdfunding*, vedi par. 2.2.1.

⁹⁵ DE LUCA, R., 2015. *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità* [online], p. 9. Disponibile su <<https://www.fondazione nazionalecommercialisti.it/node/846>> [data di accesso: settembre 2019]

⁹⁶ POLICARO, G.A., 2019. Lo sviluppo in Italia dell’*equity crowdfunding*. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti. *Osservatorio del diritto commerciale*, 1 (10), p. 76.

- l'oggetto sociale consiste nello sviluppo, nella produzione, nella commercializzazione di prodotti o servizi innovativi tecnologici;
- non è stata costituita a seguito di fusione, scissione, o cessione d'azienda o di un suo ramo;
- deve possedere inoltre uno dei seguenti requisiti:
 - le spese in ricerca e sviluppo sono uguali o superiori al 15% del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione;
 - impiego di personale altamente qualificato per almeno un terzo della forza lavoro, cioè personale in possesso di dottorato di ricerca o laurea e che ha svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata;
 - sia titolare o depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività di impresa⁹⁷.



Figura 2.1: Requisiti per essere una *startup* innovativa. OPSTART, 2015. *Guida smart all'equity crowdfunding* [online]

Inoltre, la *startup* innovativa deve essere iscritta nella sezione speciale del Registro delle Imprese, è tenuta solo al pagamento dell'imposta di registro, non è sottoposta a procedure concorsuali, per le persone fisiche è riconosciuta una detrazione Irpef del 19% della somma investita nel capitale sociale della *startup* fino a un massimo di € 500.000 per ogni periodo di imposta, mentre per le persone giuridiche quanto investito nel capitale sociale della *startup* non concorre a formare il reddito per il 20% fino a un massimo di € 1.800.000 per ogni periodo di imposta⁹⁸.

Per facilitare l'ingresso di capitali di terzi, una delle più importanti deroghe al diritto comune prevede una raccolta del capitale di rischio diversa da quanto previsto dall'art. 2468 c.c., stabilendo ex. art. 26, co.5 “che le quote di partecipazione in *startup* innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotto finanziari”, “anche attraverso i portali per la raccolta di capitali”, circoscrivendo originariamente la disciplina ai soli casi di *equity crowdfunding*⁹⁹. Questo vuol dire che si

⁹⁷ DE LUCA, R., 2015. *op. cit.*, pp. 9 e 10.

⁹⁸ BARBAROSSA, S. 2013. *Startup innovative* [online]. Disponibile su: <http://www.studiopaa.com/DWN/downloads/Start%20Up%20Innovative_C207.pdf> [data di accesso: ottobre 2019]

⁹⁹ DE LUCA, R., 2015. *op. cit.*, p. 12.

effettuerà un aumento a pagamento del capitale, attraverso l'emissione di nuove azioni o quote, le quali possono essere sottoscritte da terzi attraverso la rete *web*¹⁰⁰.

Un'altra deroga al diritto comune prevede la possibilità di creare categorie di quote fornite di diritti diversi, come il diritto di voto e l'acquisto delle proprie partecipazioni¹⁰¹.

Questa disciplina creata ad *hoc* ha reso possibile <<contribuire allo sviluppo di una nuova cultura imprenditoriale, alla creazione di un ecosistema maggiormente favorevole all'innovazione>> oltre che di <<attrarre in Italia talenti, imprese innovative e capitali all'estero>>, in modo tale da <<ridurre i costi>>, <<favorire la provvista dei mezzi propri e di credito>> e <<diluire nel tempo i rischi dell'indebitamento>>¹⁰².

Questa iniziale regolamentazione dell'*equity crowdfunding* è stata tuttavia criticata per il fatto che poteva essere un freno al reperimento dei finanziamenti e per il fatto che i vincoli di circolazione delle quote previste all'art. 2470 c.c. potevano costituire un ostacolo alla creazione di un mercato secondario delle partecipazioni¹⁰³.

Da una parte il legislatore primario si è preoccupato eccessivamente di tutelare gli investitori, tralasciando i costi ingenti a carico di emittenti e portali *web*, mentre dall'altra la Consob ha regolato la disciplina primaria in modo rigido senza considerare la dinamica del settore¹⁰⁴.

Per colmare queste problematiche, negli anni si sono susseguiti diversi interventi normativi.

2.1.2 Decreto legge 3/2015 (decreto crescita 3.0): la PMI innovativa

Nel 2015 è stato introdotto il D.L. 3/2015, intitolato "Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti", cioè il c.d. decreto crescita 3.0 o *investment compact*, il quale ha ampliato la fruizione dell'*equity crowdfunding* alla Piccola Media impresa Innovativa, OICR e ad altre società di capitali che investono prevalentemente in *startup* innovative e PMI innovative¹⁰⁵,

¹⁰⁰ CNDCEC, CONSOB, 2016. *L'equity-crowdfunding. Position paper* [online], p. 12. Disponibile su: <<https://oldsite.commercialisti.it/Portal/News/NewsDetail.aspx?id=12967887-fe8f-4147-a286-5296bdc975a7>> [data di accesso: settembre 2019]

¹⁰¹ FREGONARA, E., 2014. Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative, p. 3. In: *V Convegno Annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del diritto commerciale"*, Roma, 21-22 febbraio 2014.

¹⁰² GUACCERO, A., 2014. La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding. *Banca, borsa e titoli di credito*, 67 (6), pp. 699 e 700.

¹⁰³ ALVISI, P., 2014. Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico. *Rivista di diritto bancario*, 3, p. 7.

¹⁰⁴ SANTORO, V., TONELLI, E., 2014. Equity crowdfunding ed imprenditorialità innovativa. *Rivista di diritto bancario*, 2, p. 24 ss.

¹⁰⁵ Per la definizione di OICR e società di capitali che investono prevalente in *startup* innovative e PMI innovative v. decreto MEF, 30 gennaio 2014, art. 1, comma 2, lett. e) ed f).

inoltre viene allargata l'offerta di strumenti finanziari, ovvero azioni ma anche quote di OICR¹⁰⁶.

Sulla base della Raccomandazione CE 361/2003, il legislatore all'interno dell'art. 2 del D.M. 18/04/2005 descrive i requisiti per avere una Piccola Media Impresa PMI:

- possiede meno di 250 dipendenti;
- possiede un fatturato annuo non superiore a € 50 milioni,
- oppure possiede un totale di bilancio non oltre € 43 milioni.

Sulla base inoltre dell'art. 4 del D.L. 3/2015, l'impresa è una PMI innovativa se possiede:

- ✓ la residenza in Italia;
- ✓ la certificazione dell'ultimo bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato redatto, effettuata da un revisore contabile o da una società di revisione;
- ✓ non detenere azioni quotate in un mercato regolamentato;
- ✓ assenza di iscrizione al registro speciale previsto per le *startup* innovative.
- ✓ Deve possedere inoltre due dei tre requisiti alternativi:
 - le spese in ricerca, sviluppo e innovazione sono uguali o superiori al 3% del maggior valore tra costo e valore totale della produzione;
 - impiego di personale altamente qualificato per almeno un quinto della forza lavoro, cioè personale in possesso di dottorato di ricerca o laurea e che ha svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca qualificata;
 - sia titolare o depositaria o licenziataria di almeno un brevetto, una privativa industriale o di un software¹⁰⁷.



Figura 2.2: Requisiti per essere una PMI innovativa. OPSTART, 2015. *Guida smart all'equity crowdfunding* [online]

Alle PMI innovative si applicano le stesse deroghe al diritto societario previste per le *start up* innovative (presenza di categorie di quote con diritti diversi, possibilità di offrire quote o azioni offerti al pubblico sotto forma di prodotto finanziari) e delle agevolazioni fiscali, tuttavia non

¹⁰⁶ CNDCEC, CONSOB, 2016. *L'equity-crowdfunding. Position paper* [online], pp. 11,12. Disponibile su: <<https://oldsite.commercialisti.it/Portal/News/NewsDetail.aspx?id=12967887-fe8f-4147-a286-5296bdc975a7>> [data di accesso: settembre 2019]

¹⁰⁷ DE LUCA, R., 2015. *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità* [online], p. 11. Disponibile su <<https://www.fondazione nazionalecommercialisti.it/node/846>> [data di accesso: settembre 2019]

sono previsti alcuni benefici che spettavano alle *startup* innovative, come ad es. l'esenzione dalle procedure concorsuali¹⁰⁸.

Si è riscontrato tuttavia che questa apertura a una platea più ampia di imprese non è stata sufficiente per raggiungere gli obiettivi sperati, in quanto le imprese facevano fatica a rispettare i requisiti soggettivi menzionati¹⁰⁹.

2.1.3 Legge 232/2016 (legge di bilancio 2017): la PMI s.r.l.

A fine 2016 è stata introdotta la Legge 232/2016, la quale all'art. 1, co. 70, ha esteso l'accesso dell'*equity crowdfunding* a tutte le piccole medie imprese PMI¹¹⁰, a prescindere dal fatto che l'impresa sia innovativa o una *startup*¹¹¹, oltre agli organismi di investimento collettivo del risparmio OICR e alle società di capitali che investono prevalentemente in PMI¹¹², già previsti dal decreto legge 3/2015.

Viene concesso inoltre ai portali *online* di negoziare anche partecipazioni di PMI, modificando di conseguenza l'art. 50-quinquies e l'intitolazione del capo III quater del titolo III del TUF, inserendo la parola "PMI" al posto delle precedenti "*startup* innovative e PMI innovative¹¹³".

La legge di bilancio del 2017 modifica inoltre le agevolazioni fiscali per gli investitori: le persone fisiche avranno una detrazione d'imposta lorda pari al 30% (nel 2012 era del 19%) dei conferimenti rilevanti effettuati, con un limite annuo di investimento pari a € 1 milione (nel 2012 era pari a € 500.000); per le persone giuridiche la deduzione del proprio reddito può esserci fino a un massimo del 30% degli investimenti effettuati (nel 2012 era del 20%), con un limite annuo pari a € 1,8 milioni (come nel 2012)¹¹⁴.

¹⁰⁸ IOSIO, C., VALENTINUZ, G., 2016. *Fare impresa con il crowdfunding*. Milano: Ipsoa, p. 115.

¹⁰⁹ POLICARO, G.A., 2019. Lo sviluppo in Italia dell'*equity crowdfunding*. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti. *Osservatorio del diritto commerciale*, 1 (10), p. 77.

¹¹⁰ V. par. 2.1.2. dove vengono elencati i requisiti per avere una PMI, sulla base dell'art. 2 del D.M. 18/04/2005. Già in passato si erano manifestate perplessità rispetto l'originaria limitazione dell'ambito di applicazione della disciplina alle sole imprese innovative, rivelandosi come l'esigenza di ampliare i canali di raccolta dei capitali sia propria di tutte le PMI. Cfr. CIAN, M., 2015. Società *startup* innovative e PMI innovative, *Giurisprudenza commerciale*, 42 (6), p. 974.

¹¹¹ FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019. *L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari* [online], p. 7. Disponibile su: <<https://fondazionenazionalecommercialisti.it/node/1383>> [data di accesso: settembre 2019]

¹¹² TENCALLA, M., 2017. *Equity crowdfunding per tutte le PMI con la legge di Bilancio 2017: aspetti tributari*. *Rivista di diritto tributario*, 3/2/2017.

¹¹³ POLICARO, G.A., 2019. Lo sviluppo in Italia dell'*equity crowdfunding*. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti. *Osservatorio del diritto commerciale*, 1 (10), p. 77.

¹¹⁴ TENCALLA, M., 2017. *op. cit.*, p. 3.

2.1.4 Decreto legge 50/2017 (decreto correttivo): tutte le PMI

La possibilità di emettere strumenti finanziari oggetto di *equity crowdfunding* a tutte le PMI prevista all'art. 100-ter era stata tuttavia omessa dalla legge di bilancio 2017, così come la deroga all'art. 2468 c.c. di raccolta di capitali al pubblico tramite portali *web* per tutte le PMI¹¹⁵.

Il legislatore di conseguenza, ad aprile 2017 ha emanato il D.L. 50, il quale all'art. 57 co.1 va a estendere la fruizione dell'*equity crowdfunding* a tutte le PMI¹¹⁶, anche a quelle sotto forma di s.r.l., prevedendo le stesse deroghe al diritto societario previste per le *startup* innovative¹¹⁷.

Bisogna precisare tuttavia che, nonostante il carattere trasversale, la disciplina è pensata perlopiù alle PMI in forma di s.r.l., avendo quest'ultime una capillare diffusione nel tessuto imprenditoriale italiano¹¹⁸.

Se da una parte il legislatore così facendo ha avvicinato le s.r.l. che vogliono fare ricorso all'*equity crowdfunding* per finanziare in modo alternativo la propria attività imprenditoriale alle S.p.A., dall'altra esso ha introdotto un duplice binario normativo dell's.r.l., la quale se in forma di PMI viene derogato quanto previsto all'art. 2468 c.c., mentre se di grande dimensione ha il divieto di raccogliere capitali al pubblico attraverso piattaforme *online*¹¹⁹.

Vengono ora riassunte in modo più dettagliato le varie deroghe all'art. 2468 c.c. previste dal D.L. 50/2017 nei confronti delle PMI in forma di s.r.l.:

- possibilità di creare categorie di quote fornite di diritti diversi e di determinare il contenuto delle varie categorie nei limiti imposti dalla legge;
- le quote di partecipazione possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso portali *web*¹²⁰;
- possibilità di compiere delle operazioni sulle proprie partecipazioni se svolte con l'obiettivo di ottenere dei piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote

¹¹⁵ MARGARIA, R., ARDIZZONE, L., 2017. *L'equity crowdfunding in Italia a seguito dell'emanazione del Decreto Legge 24 aprile 2017, n. 50* [online]. Disponibile su: <<https://www.nctm.it/news/articoli/lequity-crowdfunding-in-italia-a-seguito-dellemanazione-del-decreto-legge-24-aprile-2017-n-50>> [data di accesso: ottobre 2019]

¹¹⁶ Tenendo in considerazione le soglie dimensionali previste dalla Raccomandazione CE 361/2003, la possibile fruizione dell'*equity crowdfunding* è consentita da parte della quasi totalità delle imprese italiane, come risulta dai dati Istat che nel 2015 attestano una incidenza delle stesse pari ad oltre il 95% del totale delle imprese italiane. Cfr. CORSO, S., 2019. S.r.l.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori. *Banca, borsa e titoli di credito*, 72 (6), p. 879.

¹¹⁷ FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019. *L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari* [online], p. 7. Disponibile su: <<https://fondazionenazionalecommercialisti.it/node/1383>> [data di accesso: settembre 2019]

¹¹⁸ CORSO, S., 2019. *op. cit.* p. 880.

¹¹⁹ MARGARIA, R., ARDIZZONE, L., 2017. *op. cit.*

¹²⁰ Cfr. Art. 100-ter, co.1-bis del TUF.

di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo¹²¹.

Queste deroghe al diritto societario comune rimesse ad autonomia statutaria, hanno comportato un avvicinamento alla disciplina della società per azioni ma con delle problematiche interpretative in sede di ricostruzione della normativa applicabile¹²², con la possibilità di alterare profondamente gli assetti tipici del modello, sugli assetti proprietari e sulla *governance* societaria¹²³.

2.1.5 Legge 145/2018 (legge di bilancio 2019)

Con la legge di bilancio 2019 è stato inserito il nuovo comma 1-*ter* all'interno dell'art. 100-*ter* del TUF, il quale prevede una sezione del portale diversa rispetto quella principale dove si attua la raccolta del capitale di rischio, adibita alla sottoscrizione di obbligazioni o titoli di debito a investitori professionali e a determinate categorie di investitori¹²⁴.

Di conseguenza la Consob con la delibera 21110/2019 ha attuato sostanziali modifiche al regolamento sui portali di *equity crowdfunding* del 2013, concernenti:

- la possibilità per le PMI italiane di collocare non solo quote o azioni societarie (*equity*) ma, a partire dal 2019, anche strumenti di debito (obbligazioni, *Minibond short term*)¹²⁵;
- l'apertura di bacheche elettroniche destinate alla compravendita di quote o azioni di una PMI¹²⁶.

Allo stato attuale quindi possono essere offerti attraverso i portali *web*:

- ✓ quote o azioni rappresentativi del capitale di rischio;
- ✓ quote di OICR che investono principalmente in PMI;
- ✓ obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle PMI¹²⁷.

¹²¹ POLICARO, G.A., 2019. Lo sviluppo in Italia dell'*equity crowdfunding*. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti. *Osservatorio del diritto commerciale*, 1 (10), pp. 79 e 80.

¹²² Ad esempio per quanto riguarda la collocazione della s.r.l. PMI rispetto la s.r.l. "grande", Cian M. riconduce entrambe ad una matrice comune. Cfr. CIAN, M., 2018. S.r.l. PMI, s.r.l. S.p.A.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema. *Rivista delle società*, 4, p. 819.

¹²³ CORSO, S., 2019. *op. cit.* pp. 882 e 883.

¹²⁴ FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019. *L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari* [online], pp. 7 e 8. Disponibile su: <<https://fondazionenazionalecommercialisti.it/node/1383>> [data di accesso: settembre 2019]

¹²⁵ Cfr. la definizione di "valori mobiliari" prevista nell'Art. 1, co.1-*bis* del TUF.

¹²⁶ ALLEGRENI, F., 2019. Da oggi le PMI potranno collocare titoli di debito e obbligazioni su portali di *equity crowdfunding*. *Crowdfunding Buzz* [online]. Disponibile su: <<http://www.crowdfundingbuzz.it/da-oggi-le-pmi-potranno-collocare-titoli-di-debito-e-obbligazioni-sui-portali-di-equity-crowdfunding>> [data di accesso: ottobre 2019]

¹²⁷ FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019. *op. cit.* p. 8.

Più precisamente, sono le s.r.l. startup o PMI innovative a emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o amministrativi compreso il voto, mentre le s.r.l. di diritto comune e le s.r.l. PMI possono ricorrere al mercato dei capitali emettendo solo quote di partecipazione e titoli di debito¹²⁸.

La prima novità prevista dalla delibera Consob 21110/2019 prevede che le obbligazioni e i titoli di debito emessi dalle PMI possono essere sottoscritti, come già detto, non solo da investitori professionali intermedi, ma anche da particolari categorie di investitori non professionali *retail* individuati dalla Consob, cioè a:

- coloro che detengono un portafoglio di strumenti finanziari superiore a € 250.000;
- coloro che si impegnano a investire almeno € 100.000 e dichiarino per scritto di comprendere il rischio collegato all'investimento;
- coloro che investono in merito ai servizi di gestione portafogli finanziari o consulenza sugli investimenti finanziari¹²⁹.

La seconda novità invece prevede la creazione di un mercato secondario di bacheche *online* dedicate alla compravendita di quote o azioni di PMI, le quali hanno dei vincoli stringenti:

- le bacheche *web* possono essere create solamente da piattaforme autorizzate di *equity crowdfunding*;
- possono essere pubblicati solo annunci relativi a società che hanno fruito della raccolta fondi attraverso la piattaforma che gestisce la bacheca;
- la bacheca *web* non può favorire in alcun modo il *matching* tra domanda e offerta e non può mettere in relazione i soggetti interessati a concludere l'operazione di investimento;
- possono essere rappresentate solo le informazioni ufficiali che sono ufficialmente disponibili¹³⁰.

Gli sforzi compiuti dalla Consob in merito all'apertura di un mercato secondario degli strumenti finanziari sono apprezzabili, ciò permette agli investitori di poter diversificare il portafoglio e alle imprese di aumentare la raccolta di capitali, rendendo il *crowdfunding*, in misura maggiore

¹²⁸ Se la s.r.l. PMI è anche start-up innovativa, essa non può negoziare le quote emesse su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione (v. d.l. 179/2012, Art. 25, co. 2), mentre se la s.r.l. PMI è anche innovativa, essa non può negoziare le quote emesse in un mercato regolamentato (v. d.l. 3/2015, Art. 4, co.1 c). Cfr. CUSA, E., 2019. Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari. *Rivista delle società*, 4, pp. 679 e 694. Tesi prevista anche da Corso S. Cfr. CORSO, S., 2019. S.r.l.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori. *Banca, borsa e titoli di credito*, 72 (6), pp. 889 e 890.

¹²⁹ Cfr. Art. 24, co.2-*quater* del Regolamento Consob. ALLEGRENI, F., 2019. *op. cit.*

¹³⁰ ALLEGRENI, F., 2019. *op. cit.*

rispetto gli anni precedenti, lo strumento ideale per chi vuol far rendere la propria liquidità, in un contesto storico che vede i tassi di interesse ai minimi termini.

2.2 La campagna di *equity crowdfunding*

Un'operazione di *equity crowdfunding* può essere considerata come una offerta pubblica iniziale (IPO) effettuata su un portale *web*, dove l'investitore sottoscrive dei titoli aventi un prezzo basato sul valore della quota di *equity* offerta¹³¹.

La campagna di *equity crowdfunding* può essere definita come una piccola quotazione in borsa, dove assume importanza la comunicazione e la relativa strategia da adottare, in cui gli investitori possono acquisire delle quote con un investimento minimo da € 250 a € 1.000, mentre la società può predisporre delle opportune clausole nello statuto o nei patti parasociali¹³².

Colui che aderisce a una campagna di *equity crowdfunding* acquista delle frazioni di capitale sociale, di conseguenza assumerà determinati diritti societari: a seguito del buon esito dell'operazione, sarà possibile partecipare alla vita societaria esercitando, se previsto, il diritto di voto nelle assemblee, esaminando e approvando i bilanci della società, in virtù del fatto che il legislatore italiano configura queste campagne come aumenti di capitale a pagamento¹³³.

In effetti ci possono essere delle campagne di *crowdfunding* che prevedono la sottoscrizione di quote da parte degli investitori prive del diritto di voto, in modo tale da consentire ai soci imprenditori di mantenere il controllo: per ovviare a ciò si possono quindi prevedere delle offerte "articolate", nel senso che la possibilità di sottoscrivere differenti categorie di quote dipende dall'entità dell'investimento effettuato (colui che investirà di più avrà delle quote con pieni diritti, mentre colui che investirà di meno avrà delle quote prive del diritto di voto)¹³⁴. Tuttavia gli effetti sulla *governance* possono comunque essere rilevanti, in quanto nelle s.r.l. molti diritti spettano ai soci indipendentemente della quota sottoscritta: è fondamentale di conseguenza intervenire in merito attraverso lo statuto, per rafforzare la posizione dei soci imprenditori e ridurre i diritti di voto e di controllo dei soci investitori¹³⁵.

¹³¹ FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019. *L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari* [online], p. 8. Disponibile su: <<https://fondazionenazionalecommercialisti.it/node/1383>> [data di accesso: settembre 2019]

¹³² OPSTART, 2015. *Guida smart all'equity crowdfunding* [online], pp. 7 e 8. Disponibile su: <https://www.opstart.it/wp-content/uploads/2016/03/OPSTART_GUIDA-ALLEQUITY-CROWDFUNDING.pdf> [data di accesso: settembre 2019]

¹³³ DE LUCA, R., 2015. *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità* [online], p. 19. Disponibile su <<https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/node/846>> [data di accesso: settembre 2019]

¹³⁴ CORSO, S., 2019. S.r.l.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori. *Banca, borsa e titoli di credito*, 72 (6), p. 891.

¹³⁵ CORSO, S., 2019. *op. cit.* p. 892.

2.2.1 Principali caratteristiche

Gli elementi che distinguono le campagne di *equity crowdfunding* sono definiti dalla disciplina prevista nel TUF e dal Regolamento Consob¹³⁶ all'art 13 co.5, all'art. 24 e ai sensi dell'art. 50-*quinquies* e 100-*ter* del D.lgs 58/1998, in base alle quali:

- le campagne possono essere svolte solo tramite la fruizione di portali *online* gestiti da soggetti iscritti al Registro della Consob¹³⁷;
- le campagne hanno ad oggetto strumenti finanziari¹³⁸ rappresentativi del capitale di rischio (e dal 2019 anche strumenti rappresentativi di capitale di debito);
- deve essere consentito il diritto di revoca dell'ordine agli investitori;
- lo statuto deve prevedere la possibilità di recesso ai soci e di co-vendita *tag along* delle proprie partecipazioni, in modo tale da tutelare i soci di minoranza¹³⁹;
- lo statuto deve prevedere l'obbligo di comunicazione alla *startup* e la pubblicazione sul sito dei patti parasociali.

Ulteriori caratteristiche che contraddistinguono le operazioni di *equity crowdfunding*:

- ✓ le campagne devono essere sottoscritte per almeno il 5%¹⁴⁰ del totale da parte di un investitore professionale¹⁴¹, una fondazione bancaria¹⁴² o da incubatori certificati di *startup* innovative¹⁴³ o da investitori a supporto dell'innovazione¹⁴⁴;

¹³⁶ Regolamento Consob 18592/2013 e successive delibere 19520/2016, 20264/2018 e 21110/2019.

¹³⁷ V. par. 2.4.3 e 2.4.4.

¹³⁸ Il regolamento Consob 18592/2013 include all'interno degli strumenti finanziari anche le quote di società a responsabilità limitata offerte al pubblico tramite portali *online*. Cfr. GUACCERO, A., 2014. La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding. *Banca, borsa e titoli di credito*, 67 (6), p.715.

¹³⁹ V. par 2.6.

¹⁴⁰ E per almeno il 3% del totale dell'offerta da parte di PMI in possesso della certificazione del bilancio rilasciata da un revisore contabile, relativa agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta. Cfr. PORTOLANO, A., 2018. *Le modifiche alla normativa in materia di equity crowdfunding* [online]. Disponibile su: <<http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/le-modifiche-alla-normativa-materia-di-equity-crowdfunding>> [data di accesso: ottobre 2019]

¹⁴¹ E' il cliente professionale privato e pubblico di diritto. Rientrano in questa categoria a) i soggetti autorizzati ad operare nei mercati finanziari, b) le imprese di grandi dimensioni che possiedono almeno due dei seguenti requisiti dimensionali: totale di bilancio pari o superiore a 20 milioni di euro, fatturato netto pari o superiore a 40 milioni di euro, fondi propri o superiori a 2 milioni di euro, c) gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari. Ma è anche il cliente professionale privato e pubblico su richiesta, cioè i clienti al dettaglio che richiedono di essere considerati come clienti professionali in virtù della competenza ed esperienza maturata in campo finanziario. Cfr. S.n., 2008. *La classificazione della clientela secondo la Mifid* [online]. Disponibile su: <<https://www.professionefinanza.com/la-classificazione-della-clientela-secondo-la-mifid>> [data di accesso: gennaio 2020]. Cfr. CNDCEC, CONSOB, 2016. *L'equity-crowdfunding. Position paper* [online], p. 16. Disponibile su: <<https://oldsite.commercialisti.it/Portal/News/NewsDetail.aspx?id=12967887-fe8f-4147-a286-5296bdc975a7>> [data di accesso: settembre 2019]

¹⁴² Cfr. D.lgs. 153/1999, Art. 2; Legge 218/1990.

¹⁴³ Per la definizione di incubatore certificato Cfr. D.L. 179/2012, Art. 25, co.5.

¹⁴⁴ Sono coloro che dispongono di un valore di portafoglio di strumenti finanziari superiore a € 500 mila e hanno effettuato nell'ultimo biennio almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo finanziamento soci in *startup*

- ✓ i portali *web* devono mettere a disposizione degli investitori precise informazioni quali *business plan* dell'emittente offerente, i *curricula vitae* dei promotori e organi sociali, la documentazione contabile;
- ✓ gli investitori finanziatori, prima di effettuare un ordine di sottoscrizione, devono essere consapevoli delle caratteristiche e del rischio che l'investimento potrebbe arrecare sulla base di un questionario fornito dal portale *web* o dalle banche e imprese di investimento¹⁴⁵.

Per quanto riguarda l'offerta al pubblico di sottoscrizione delle quote:

- se effettuata unicamente tramite portali *web* per la raccolta di capitali, l'offerta non deve essere superiore ai € 8 milioni;
- se effettuata tramite banche e altri intermediari autorizzati, il vincolo dell'ammontare complessivo dell'offerta di € 8 milioni non sussiste¹⁴⁶.

2.2.2 Modalità di raccolta

Le campagne di *equity crowdfunding* possono essere attuate sulla base di alcuni modelli:

- nel modello *all or nothing*¹⁴⁷ la somma obiettivo deve essere raggiunta entro un determinato periodo di tempo, altrimenti non si avrà il finanziamento e le relative transazioni, inoltre le somme versate andranno restituite all'offerente;
- nel modello *take it all*¹⁴⁸ a prescindere dal raggiungimento o meno dell'obiettivo entro un determinato periodo di tempo, le somme raccolte rimangono alla società emittente;
- nel modello *all and more*¹⁴⁹ se si raggiunge l'obiettivo non si pagano determinate tariffe;
- nel modello *club*¹⁵⁰ l'offerta può essere effettuata solo da un numero chiuso di investitori previsto dalla piattaforma *web*;
- nel modello *holding*¹⁵¹ si crea un veicolo contenitore di risorse per l'investimento¹⁵².

innovative o PMI innovative per un importo pari ad almeno € 15 mila, oppure hanno ricoperto per almeno dodici mesi la carica di amministratore esecutivo in una *startup* innovativa o PMI innovativa. Cfr. CNDCEC, CONSOB, 2016. *op. cit.* p. 16.

¹⁴⁵ CNDCEC, CONSOB, 2016. *op. cit.* p. 16.

¹⁴⁶ Cfr. Art. 100-ter, co.1 del TUF; Art. 34-ter c) Regolamento Consob 20686/2018, il quale ha aumentato la soglia da € 5 milioni a € 8 milioni. FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019. *L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari* [online], p. 11. Disponibile su: <<https://fondazionenazionalecommercialisti.it/node/1383>> [data di accesso: settembre 2019]

¹⁴⁷ La piattaforma Kickstarter adotta questo modello di raccolta.

¹⁴⁸ La piattaforma IndieGoGo adotta questo modello di raccolta.

¹⁴⁹ La piattaforma RocketHub adotta questo modello di raccolta.

¹⁵⁰ La piattaforma Crowdcube adotta questo modello di raccolta.

¹⁵¹ La piattaforma Seedrs adotta questo modello di raccolta.

¹⁵² IOSIO, C., VALENTINUZ, G., 2016. *Fare impresa con il crowdfunding*. Milano: Ipsos, pp. 98 e 99.

La scelta di un modello piuttosto di un altro dipende dalla tipologia di iniziativa, dal ciclo di vita dell'impresa, dalla strategia commerciale e dal piano di sviluppo, e questo comporta una intensa attività di pianificazione e coordinamento con la normativa civilistica e con il diritto societario¹⁵³. In particolar modo bisogna prestare considerazione alla volontà dell'imprenditore nel raggiungere l'investimento, e se esso risulta correttamente dimensionato e supportato finanziariamente: questo fa sì che il modello *all or nothing* consente di definire *target* più elevati, ideale per progetti non scalabili che provocano rischi maggiori, mentre il modello *keep it all* risulta più adeguato per progetti scalabili che provocano rischi minori per gli investitori, con una *fee* da sostenere per la campagna minore rispetto al modello *all or nothing*¹⁵⁴.

2.2.3 Fasi della campagna

La campagna di *equity crowdfunding* si può suddividere in tre fasi consecutive:

- *pre-campagna*, dove l'emittente offerente prende contatti col gestore del portale online, predispone la *due diligence* con la relativa documentazione necessaria per la campagna, oltre a attuare la strategia comunicativa;
- la campagna vera e propria, dove i soggetti interessati al progetto finanziano il medesimo, sulla base delle informazioni e comunicazioni che l'emittente mette a disposizione;
- *post-campagna*, dove si consolida il rapporto con la *community* dei finanziatori, spesso inviando un *report* sull'andamento del *business* effettuato¹⁵⁵.

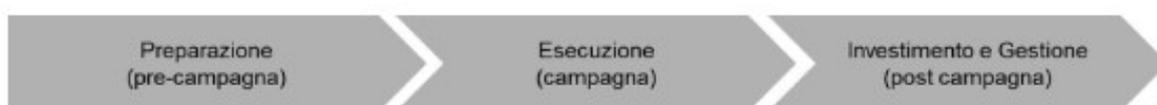


Figura 2.3: Le diverse fasi di una campagna di *equity crowdfunding*. IOSIO, C., VALENTINUZ, G., 2016. *Fare impresa con il crowdfunding*

La fase preparatoria, la quale ha una durata variabile che può durare fino a sei mesi, è importante in quanto definisce le caratteristiche dell'offerta e i motivi di interesse per il pubblico¹⁵⁶.

¹⁵³ FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019. *L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari* [online], pp. 28 e 29. Disponibile su: <<https://fondazionenazionalecommercialisti.it/node/1383>> [data di accesso: settembre 2019]

¹⁵⁴ DE LUCA, R., 2015. *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità* [online], pp. 18 e 19. Disponibile su <<https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/node/846>> [data di accesso: settembre 2019]

¹⁵⁵ OPSTART, 2015. *Guida smart all'equity crowdfunding* [online], p. 8. Disponibile su: <https://www.opstart.it/wp-content/uploads/2016/03/OPSTART_GUIDA-ALLEQUITY-CROWDFUNDING.pdf> [data di accesso: settembre 2019]

¹⁵⁶ IOSIO, C., VALENTINUZ, G., 2016. *Fare impresa con il crowdfunding*. Milano: Ipsosa, p. 132.

Adviser esterni qualificati¹⁵⁷ effettuano una valutazione *pre-money* della società, sulla base della documentazione¹⁵⁸ e informazioni fornite a supporto del progetto, la quale dovrà essere appetibile finanziariamente ai potenziali investitori; successivamente si determinerà il valore della raccolta e si cercherà di individuare come verrà utilizzato il denaro raccolto e di definire gli obiettivi e come raggiungerli¹⁵⁹.

Più precisamente, nella fase di sviluppo esplorativa dell'impresa si fa un esame della prefattibilità tecnico scientifico e di utilizzazione economica, mentre le risorse finanziarie si possono trovare da amici, familiari e da agevolazioni pubbliche per l'avvio di impresa; con il ciclo successivo di validazione e costruzione si compie invece una intensa attività di sperimentazione e ottimizzazione in modo tale da avere un giudizio sulla fattibilità imprenditoriale, interna ed esterna, mentre in questa fase le risorse finanziarie possono essere fornite dai contributi pubblico o da investitori privati terzi, i c.d. *business angels*¹⁶⁰.

Ulteriore elemento importante nella fase di *pre-campagna* è la pianificazione della strategia di comunicazione¹⁶¹ rivolta a coloro che potrebbero essere interessati al *business*: amici, parenti, professionisti, clienti, fornitori, così come i *business angel* e *venture capital*¹⁶².

Una volta compiuta la fase di *pre-campagna*, l'imprenditore inizia l'esecuzione della campagna di *equity crowdfunding* nel momento in cui ci si presta a lanciare nel mercato il nuovo prodotto/servizio (con la presenza di un strutturato *business plan*), oppure quando si realizza il primo fatturato, in modo tale da soddisfare le differenti esigenze dei fondatori, i quali tendono a rinviare l'ingresso dei nuovi soci, e degli investitori, i quali tendono a ridurre il rischio d'impresa non facendo passare troppo tempo tra la sperimentazione e le prime vendite¹⁶³.

Il gestore del portale web pubblicherà l'offerta sul proprio portale per il periodo di raccolta stabilito e raccoglierà gli ordini di adesione alle offerte¹⁶⁴.

¹⁵⁷ Consulenti specializzati o istituti universitari. Cfr. IOSIO, C., VALENTINUZ, G., 2016. *op. cit.* p. 132.

¹⁵⁸ La documentazione principale da fornire è la seguente: visura camerale societaria, atto costitutivo, statuto sociale, patti parasociali, verbale di aumento di capitale, business plan, scheda di sintesi dell'offerta. Cfr. OPSTART, 2015. *op. cit.* p. 11.

¹⁵⁹ OPSTART, 2015. *op. cit.* p. 10.

¹⁶⁰ CNDCEC, CONSOB, 2016. *L'equity-crowdfunding. Position paper* [online], p. 17. Disponibile su: <<https://oldsite.commercialisti.it/Portal/News/NewsDetail.aspx?id=12967887-fe8f-4147-a286-5296bdc975a7>> [data di accesso: settembre 2019]

¹⁶¹ La strategia di comunicazione dovrà prevedere: diffusione di comunicati stampa, invio di *newsletter*, contatti con portali, giornali e riviste di settore, creazione di contenuti sui *social network* e della relativa *community*, organizzazione di eventi di lancio. Cfr. OPSTART, 2015. *op. cit.* p. 13.

¹⁶² OPSTART, 2015. *op. cit.* p. 12.

¹⁶³ CNDCEC, CONSOB, 2016. *op. cit.* pp. 18 e 19.

¹⁶⁴ FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019. *op. cit.* p.12.

Durante la campagna, che ha una durata media dai 45 ai 60 giorni, si cercherà di trasformare la *community* creata in investitori effettivi che credono alla bontà del progetto¹⁶⁵. Questo sarà possibile grazie a un sito *web* ben concepito e accattivante con all'interno un video di presentazione aziendale, che spieghi in breve agli investitori per quale motivo devono finanziare il progetto e quali sono i ritorni economici sugli investimenti fatti, ma anche grazie alle potenzialità dei *social network*¹⁶⁶. Si fa leva su un approccio emozionale, piuttosto che su ragionamenti economici e razionali¹⁶⁷.

Una volta raggiunta la raccolta, l'offerta si chiude e il gestore ordina alla banca lo svincolo delle somme e comunica all'offerente le anagrafiche dei nuovi soci con le quote di partecipazione¹⁶⁸.

L'emittente deve inoltre affrontare le questioni amministrative, in particolar modo quelle derivanti dal nuovo assetto societario, e le questioni di *exit* degli investitori, attraverso varie modalità di rimborso, come la partecipazione agli utili, ai dividendi e al riacquisto di azioni¹⁶⁹.

Gli investitori possiedono d'altra parte, all'interno di una sezione apposita del portale *web*, una reportistica dell'andamento dell'operazione di *crowdfunding* attuata, gli eventuali obiettivi raggiunti così come le problematiche riscontrate, oltre a poter contare di una sezione *FAQ* dove si avrà risposta alle domande che l'investitore può porre alla società¹⁷⁰.

La figura 2.4 mostra le risorse finanziarie necessarie durante le diverse fasi della campagna.

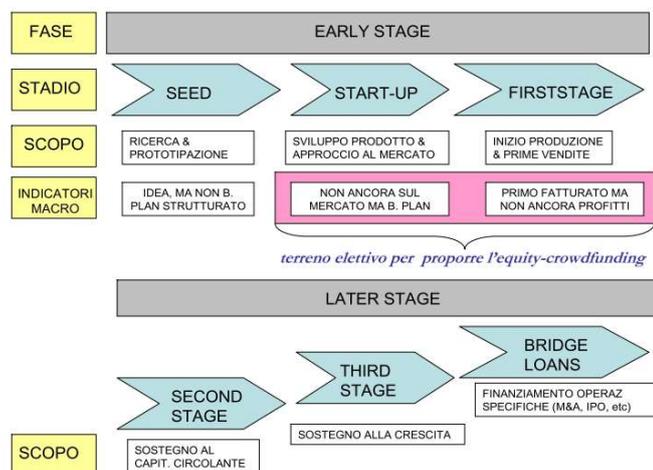


Figura 2.4: Ciclo di vita aziendale e risorse finanziarie necessarie. CNDCEC, CONSOB, 2016. *L'equity-crowdfunding. Position paper* [online]

¹⁶⁵ OPSTART, 2015. *op. cit.* p. 14.

¹⁶⁶ COMMISSIONE EUROPEA, 2015. *Il crowdfunding. Cos'è. Una guida per le piccole e medie imprese* [online], p. 25. Disponibile su <<https://ec.europa.eu>> [data di accesso: settembre 2019]

¹⁶⁷ FREGONARA, E., 2016. L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start-up innovative. *Giurisprudenza italiana*, 10, p. 2305.

¹⁶⁸ FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019. *op. cit.* p.12.

¹⁶⁹ COMMISSIONE EUROPEA, 2015. *op. cit.* p. 25.

¹⁷⁰ OPSTART, 2015. *op. cit.* p. 15.

2.2.4 Vantaggi fiscali

Il legislatore fiscale aveva previsto all'art. 29 del D.L. 179/2012 (v. par. 2.1.1) delle agevolazioni fiscali per chi investiva in *startup* innovative sotto forma di capitale di rischio. Con la legge di bilancio 2017 (v. par. 2.1.3.) il legislatore modificò le percentuali di detrazione Irpef e deduzione IRES, così come l'importo massimo di investimento consentito.

Con la legge di bilancio 2019 sono state introdotte ulteriori agevolazioni *ex lege*: l'art. 1 co. 218 L. 145/2018 prevede una detrazione Irpef del 40% della somma investita nel capitale sociale di una *startup* innovativa o PMI innovativa¹⁷¹ e una deduzione ai fini Ires del 50% per persone giuridiche diverse da *startup* innovative, a condizione che esse acquisiscano l'intero capitale sociale e lo mantengano per almeno tre anni¹⁷².

Gli importi massimi consentiti sono quelli previsti dalla legge di bilancio 2017, ovvero € 1 milione per gli investitori persone fisiche e € 1,8 milioni per gli investitori persone giuridiche.

Queste agevolazioni previste dalla legge di bilancio 2019 sono valide per gli investimenti effettuati nel 2019 e non per quelli degli anni passati¹⁷³.

Il soggetto passivo Irpef o Ires decadrà dalle agevolazioni fiscali con recupero a imposizione dell'importo detratto o dedotto se entro tre anni dall'investimento si ha:

- cessione a titolo oneroso, parziale o meno, delle partecipazioni ricevute, inclusi gli atti a titolo oneroso che prevedono la costituzione o il trasferimento dei diritti reali di godimento, così come la cessione di diritti o titoli tramite i quali possono essere acquisite le partecipazioni o quote
- riduzione del capitale e/o la ripartizione di riserve o fondi costituiti con sovrapprezzo di emissione di azione o quote di *startup* innovative;
- recesso o esclusione degli investitori;
- perdita dei requisiti previsti per la *startup* innovativa¹⁷⁴.

Per poter dare slancio in Italia alla piccola imprenditoria e all'innovazione, con la legge di bilancio 2019 sono state previste ulteriori agevolazioni fiscali per le *startup innovative*:

¹⁷¹ A tale riguardo a dicembre 2018 la Commissione europea ha escluso le PMI generiche dal novero di coloro che possono usufruire degli incentivi fiscali, questo perché la ratio sottostante è quella di incentivare lo sviluppo all'innovazione e non la forma societaria. Cfr. BUTTUS, S., 2019. L'equity crowdfunding e le agevolazioni fiscali dell'innovazione. *Rivista di diritto tributario*, 16/8/2019

¹⁷² BUTTUS, S., 2019. *op. cit.*

¹⁷³ ADONOPOULOS, G., 2019. *Equity crowdfunding: agevolazioni fiscali e incentivi* [online]. Disponibile su: <<https://money.it/Equity-Crowdfunding-agevolazioni-fiscali-incentivi-2019>> [data di accesso: novembre 2019]

¹⁷⁴ BUTTUS, S., 2019. *op. cit.*

- ✓ se in presenza di amministratori, dipendenti o collaboratori remunerati attraverso strumenti finanziari;
- ✓ esonero dal pagamento dell'imposta di bollo e dei diritti di segreteria;
- ✓ credito di imposta del 35% fino a un massimo di € 200 mila su assunzioni a tempo indeterminato nei confronti di personale altamente qualificato;
- ✓ accesso al Fondo Centrale di Garanzia, in modo da avere un facile accesso al credito bancario e alla concessione dei prestiti;
- ✓ le quote di società offerte al pubblico sono considerati investimenti qualificati a lungo termine e rientrano nel regime di tassazione agevolato dei Piani Individuali di Risparmio (PIR), di conseguenza gli investitori che mantengono i PIR per almeno cinque anni non subiscono tassazione, potendo dedurre il 30% della somma investita in strumenti finanziari partecipativi che prevedono clausole di convertibilità in quote di *startup* innovative¹⁷⁵.

2.3 Gli strumenti finanziari

Nel paragrafo 2.2.1 è stato detto che le campagne di *equity crowdfunding* hanno per oggetto strumenti finanziari rappresentativi del capitale di rischio (e di debito da ottobre 2019). Si ha a che fare quindi con <<strumenti finanziari rappresentativi del capitale>>, come previsto dagli articoli 50-quinquies e 100-ter del TUF, mentre il Regolamento Consob all'art. 2, co.1 h) dettaglia maggiormente la nozione di <<strumenti finanziari>>, il quale prevede che gli strumenti che rappresentano il capitale di rischio, azioni ma anche quote di s.r.l., potevano essere emessi solamente da *startup* e PMI innovative¹⁷⁶.

Il fatto che anche le s.r.l. e PMI sotto forma di *startup* innovativa possano emettere quote rappresentative del capitale sociale rappresenta una deroga al diritto societario comune e alla disciplina delle s.r.l., prevedendo la possibilità di creare categorie di quote¹⁷⁷:

- prive del diritto di voto;
- non proporzionale alla partecipazione;
- limitate a certi argomenti;

¹⁷⁵ ADONOPOULOS, G., 2019. *op. cit*

¹⁷⁶ VITALI, M.L., 2014. Equity crowdfunding: la nuova frontiera del capitale di rischio. *Rivista delle società*, 2, pp. 390 e 391. L'autore, al momento della redazione del suo elaborato, aveva ricompreso solo le *startup* innovative per ovvi motivi temporali.

¹⁷⁷ L'art. 57 del D.L. 50/2017 ha previsto la facoltà per tutte le s.r.l. PMI di emettere categorie di quote da offrire sul mercato, su un apposito sistema multilaterale di negoziazione ai sensi del TUF, Art. 100-ter, co. 1-bis, con caratteristiche analoghe a quelle delle partecipazioni azionarie. Cfr. SPERANZIN, M., 2018. S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto). *Rivista delle società*, 2-3, p. 339.

- che prevedono il compimento di operazioni sulle proprie partecipazioni;
- possono essere oggetto di offerta al pubblico;
- forniti di diritti patrimoniali o amministrativi a fronte di apporti anche d'opera o di servizi da parte di soci o terzi¹⁷⁸.

Ai sensi dell'Art. 2468 c.c., co. 3, le s.r.l. hanno la possibilità di attribuire ai singoli soci dei diritti particolari, con la conseguente creazione di quote privilegiate a favore di uno o più soci, le quali richiedono l'unanimità dei consensi dei soci per poter circolare, e l'esistenza di quote depotenziate per gli altri soci, che non prevedono limiti alla circolazione¹⁷⁹; tuttavia solo per le s.r.l. sotto forma di PMI è consentito emettere quote depotenziate su diritti di *voice* e di controllo¹⁸⁰ e solo per le s.r.l. *startup* o PMI innovative è consentito emettere strumenti finanziari partecipativi dotati di diritti patrimoniali o anche amministrativi, indipendentemente dal ricorso al mercato dei capitali¹⁸¹.

In particolar modo gli strumenti finanziari partecipativi emessi da s.r.l. sotto forma di *startup* e PMI innovativa sono compresi tra gli strumenti oggetto di possibile offerta tramite il portale *web* sulla base del fatto che ci sono delle tutele¹⁸² nei confronti degli investitori (obblighi di condotta dei gestori, modalità di effettuazione dell'offerta, pubblicazione delle informazioni inerenti singole offerte...), ma anche perché si amplierebbe la raccolta di risorse finanziarie, non limitandosi a una mera raccolta di azioni o quote rappresentative del capitale sociale¹⁸³.

2.4 I principali attori di una campagna di *equity crowdfunding*

I soggetti che sostengono la crescita economica del paese attraverso lo sviluppo delle campagne di *equity crowdfunding* sono diversi, e ciascuno di loro possiede un ruolo ben definito, come si può notare nella figura 2.5: da una parte ci sono gli investitori in strumenti finanziari rappresentativi di capitale seguiti dal proprio consulente, dall'altra gli emittenti offerenti piccole e medie imprese con il relativo consulente, con l'intervento inoltre di un intermediario collocatore (banca) o di un intermediario gestore dei portali che permette l'incontro della domanda e offerta all'interno della piattaforma *online*.

¹⁷⁸ VITALI, M.L., 2014. *op. cit.* p. 392. L'autore, al momento della redazione del suo elaborato, aveva ricompreso solo le *startup* innovative per ovvi motivi temporali.

¹⁷⁹ CIAN, M., 2018. S.r.l. PMI, s.r.l. S.p.A.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema. *Rivista delle società*, 4, pp. 821, 822 e 823.

¹⁸⁰ Anche Cian M. prevede la possibilità di un depotenziamento diretto su base oggettiva delle quote solo per le s.r.l. PMI. Cfr. CIAN, M., 2018. *op. cit.* p. 837.

¹⁸¹ CORSO, S., 2019. S.r.l.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori. *Banca, borsa e titoli di credito*, 72 (6), pp. 889 e 890.

¹⁸² Per un esame dettagliato delle tutele previste per l'investitore v. par. 2.6.

¹⁸³ VITALI, M.L., 2014. *op. cit.* p. 394. L'autore, al momento della redazione del suo elaborato, aveva ricompreso solo le *startup* innovative per ovvi motivi temporali.

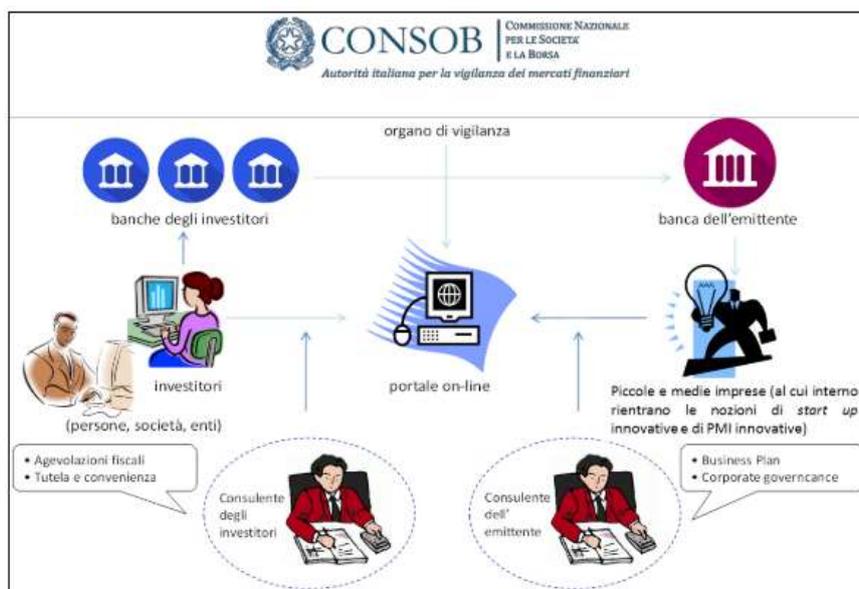


Figura 2.5: I diversi soggetti coinvolti in una campagna di *equity crowdfunding*. FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019. *L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari* [online]

2.4.1 Emittente offerente

A partire dal 2012, i potenziali offerenti di strumenti finanziari fino ad un massimo di € 5 milioni, azioni o quote, rappresentativi del capitale di rischio sono diversi, come già enunciato nei paragrafi precedenti:

- startup innovativa e startup sociale¹⁸⁴;
- startup turismo¹⁸⁵;
- PMI innovativa¹⁸⁶;
- OICR che investe prevalentemente in startup e in PMI innovative¹⁸⁷;
- Società di capitali che investe prevalentemente in startup e PMI innovative^{188 189}.

A partire dal 2018 tuttavia è stato ampliato a tutte le PMI sotto forma di S.p.A. e s.r.l. l'offerta di strumenti finanziari al pubblico, aumentando inoltre l'importo massimo a € 8 milioni¹⁹⁰.

Le campagne di *crowdfunding* hanno per oggetto strumenti finanziari (v. par. 2.3) il cui valore emergerà solo successivamente la sottoscrizione e sulla base delle future performance

¹⁸⁴ Cfr. D.L. 179/2012, art. 25, co.2 e 4.

¹⁸⁵ Cfr. D.L. 83/2014, art. 11-*bis*.

¹⁸⁶ Cfr. D.L. 3/2015, art. 4, co.1.

¹⁸⁷ Cfr. D.M.- MEF 30/1/2014, art. 1, co.2 e).

¹⁸⁸ Cfr. D.M.- MEF 30/1/2014, art. 1, co.2 f).

¹⁸⁹ CNDCEC, CONSOB, 2016. *L'equity-crowdfunding. Position paper* [online], p. 14. Disponibile su: <<https://oldsite.commercialisti.it/Portal/News/NewsDetail.aspx?id=12967887-fe8f-4147-a286-5296bdc975a7>> [data di accesso: settembre 2019]

¹⁹⁰ Cfr. Regolamento Consob 20686/2018, Art. 34; TUF, Art. 100-*ter*, co.1.

societarie: spetta all'emittente, cioè colui che conosce maggiormente lo strumento che offre, fornire informazioni veritiere e corrette sulla società in modo tale da garantire il giusto prezzo di sottoscrizione dello strumento finanziario e avente una determinata qualità¹⁹¹.

Per evitare comportamenti opportunistici da parte dell'offerente volti a indurre l'investitore a sottoscrivere la propria offerta anche se non conveniente sulla base della *disclosure* proposta (asimmetrie informative tra emittente ed investitore), si possono attuare diverse soluzioni¹⁹².

Una prima soluzione può essere quella basata sul capitale reputazionale della società emittente, la quale è incentivata a fornire una informazione veritiera consapevole del fatto che questo comportamento può preservare la reputazione: questa soluzione all'inizio poteva apparire di scarsa efficacia in quanto il *crowdfunding* si rivolgeva perlopiù a società di modeste dimensioni (*startup* innovative e PMI innovative) con un valore reputazionale inferiore rispetto alle grandi società, in virtù del fatto che il ricorso ai mercati finanziari è limitato¹⁹³. Tuttavia dal 2018 l'offerta di strumenti finanziari al pubblico è stata estesa a tutte le PMI sotto forma di S.p.A. e s.r.l, le quali hanno maggiore interesse nel fornire informazioni veritiere.

Una seconda soluzione comporta la previsione di una responsabilità civile, con applicazione di sanzioni, per "fatto proprio" dell'emittente (c.d. *primary liability*) nel caso di divulgazione di informazioni non veritiere e incomplete¹⁹⁴. Anche in questo caso a partire dal 2018, a differenza del passato dove l'accesso al meccanismo del *crowdfunding* era consentito solo ad alcune tipologie di società (v. par. 2.4.1), le PMI potrebbero avere un consistente patrimonio, di conseguenza la minaccia di una sanzione potrebbe essere visto come un deterrente nel diffondere informazioni non corrette.

Il ruolo del portale *web* tuttavia risulta fondamentale per garantire agli investitori quei servizi di verifica e certificazione dell'operato degli emittenti.

L'offerente dovrà affidarsi a un intermediario gestore del portale *web*, o a un intermediario tradizionale (banca o impresa di investimento), per agevolare le transazioni tra emittente e investitore e ridurre costi di transazione sulla base della dimensione della PMI dell'emittente¹⁹⁵.

¹⁹¹ IOVIENO, C., 2016. Il portale nell'equity crowdfunding: un nuovo gatekeeper? Un'analisi alla luce della regolamentazione italiana e statunitense. *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 1, p. 6.

¹⁹² IOVIENO, C., 2016. *op. cit.* p. 7.

¹⁹³ IOVIENO, C., 2016. *op. cit.* p. 8.

¹⁹⁴ Il Regolamento Consob 18592/2013, Art. 16 e All. 3 prevede degli obblighi di *disclosure* della società emittente, ma il legislatore non ha previsto una apposita previsione di responsabilità per l'emittente che trasmetta informazioni non veritiere. Tuttavia per la società emittente è prevista una responsabilità da prospetto. Cfr. IOVIENO, C., 2016. *op. cit.* p. 10.

¹⁹⁵ ACCETTELLA, F., CIOCCA, N., 2017. Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding. *Giurisprudenza commerciale*, 44 (2), p. 239.

2.4.2 Portale web

Il portale¹⁹⁶*web* è una piattaforma *online* di raccolta fondi che permette l'incontro tra la domanda di finanziamenti di progetti di *crowdfunding* e l'offerta di denaro degli investitori; può essere generalista, cioè che raccoglie progetti di ogni tipo, o tematico, cioè specializzato in una tipologia specifica o progetti di determinati settori¹⁹⁷.

Percepisce dei ricavi sulla base delle commissioni percentuali che si applicano (In Italia la media è del 5%) ai singoli progetti pubblicati, oltre a un eventuale compenso fisso per la pubblicazione del progetto sulla piattaforma¹⁹⁸.

Se da una parte la piattaforma aiuta gli investitori a individuare i settori, le società di interesse e le informazioni inerenti al progetto imprenditoriale per comprendere le caratteristiche e i rischi¹⁹⁹, dall'altra aiuta le imprese offerenti a rendersi maggiormente visibili ai potenziali finanziatori²⁰⁰.

La piattaforma di *crowdfunding* deve essere quindi originale e emozionare il visitatore attraverso immagini, video ed eventualmente presentazioni aziendali in power point, in modo tale da incentivarlo a finanziare il progetto²⁰¹.

In particolar modo il portale fornisce consulenza agli emittenti sul *pricing* e altri aspetti inerenti gli strumenti finanziari, individua i potenziali sottoscrittori dell'offerta, assume il rischio d'offerta nel caso di assunzione di garanzia verso l'emittente e imprimono un sigillo di approvazione sull'offerta al pubblico (*gatekeeper*)²⁰².

Il portale imprime un sigillo di approvazione, cioè un servizio di verifica e certificazione, sulla base del fatto che ha offerto le proprie prestazioni professionali a più clienti nel corso degli anni (*repeat player*), assumendo un determinato capitale reputazionale che non vuole perdere a seguito di un vantaggio nel breve derivante da una fuorviante certificazione nei confronti di un

¹⁹⁶ La definizione di portale per la raccolta di capitali per le *startup* innovative si può trovare nel TUF, art. 1, co. 5-*novies*. La definizione di portale viene data anche dal Regolamento Consob, Art. 2.

¹⁹⁷ BINACCHI, A., GALLI, A., 2014. *Le start up innovative* [online], pp. 101 e 102. Disponibile su: <https://www.odcec.mi.it/Ordine/Iscritti/Commissioni_consultive/Commissioni_dell_Ordine/Commissioni_dell_Ordine/Commissione_Startup/quaderno-56> [data di accesso: settembre 2019]

¹⁹⁸ BINACCHI, A., GALLI, A., 2014. *op. cit.* p. 103.

¹⁹⁹ Nell'Allegato 3 del Regolamento Consob sono descritte le informazioni che devono essere presenti all'interno del portale *web*: i) informazioni sui rischi; ii) informazione sull'emittente e sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta; iii) informazioni sull'offerta; iv) informazioni sugli eventuali servizi offerti dal gestore del portale con riferimento all'offerta.

²⁰⁰ FREGONARA, E., 2014. Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative, p. 24. In: *V Convegno Annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del diritto commerciale"*, Roma, 21-22 febbraio 2014.

²⁰¹ BINACCHI, A., GALLI, A., 2014. *op. cit.* pp. 102 e 103.

²⁰² LANGEVOORT, D., 1985. Information technology and the structure of securities regulation. *Harvard law review*, 98 (4), p. 752.

illecito compiuto dall'emittente, ma questo è possibile se il portale ha la capacità e la volontà di monitorare e prevenire il compimento dell'illecito²⁰³.

Il portale ha la capacità di operare come *gatekeeper*: egli viene reputato un valido certificatore in quanto partecipando alla fase preparatoria dell'offerta al pubblico dispone di un notevole patrimonio informativo dell'emittente, possiede una notevole esperienza e altrettante risorse economiche e umane necessarie per valutare le informazioni e infine esercita una notevole influenza sulla società offerente a seguito di un suo eventuale diniego dell'offerta che produce degli effetti a cascata sugli altri portali²⁰⁴.

Per quanto riguarda invece la volontà il portale agisce solo se i benefici derivanti dallo svolgere l'attività siano superiori ai costi, facendo leva sul meccanismo di mercato reputazionale piuttosto del meccanismo giuridico con connessa responsabilità oggettiva civile in caso di inadempimento (*gatekeeping liability*)²⁰⁵.

Il meccanismo giuridico potrebbe portare a un rischio di iper o sotto deterrenza, facendo aumentare i costi di *compliance* derivanti da un esauriente *due diligence* da parte del portale, il quale risulta impossibile in virtù dei numerosi progetti all'interno di un portale, mentre il meccanismo di mercato reputazionale sembra essere sufficiente per garantire una corretta attività del portale *web*, in quanto nel mercato di riferimento non si hanno tendenze oligopolistiche o particolari remunerazioni che provocano conflitti di interesse²⁰⁶.

Al portale è vietato raccomandare o consigliare gli strumenti finanziari col fine di influenzare la campagna e l'offerta: il rilievo visivo di ciascuna campagna deve essere simile, spesso si utilizza un modello unico di rappresentazione delle informazioni, e inoltre viene posta una grafica che permette la comparazione tra le diverse proposte²⁰⁷. Non sono ammessi strumenti che pongono una campagna maggiormente in evidenza rispetto un'altra, ma sono ammessi commenti o giudizi da parte di un analista finanziario qualificato²⁰⁸. Una volta conclusa l'offerta, il portale non avrà più rapporti con i clienti nel lungo periodo, rimanendo quindi indipendente da essi²⁰⁹.

²⁰³ IOVIENO, C., 2016. Il portale nell'equity crowdfunding: un nuovo gatekeeper? Un'analisi alla luce della regolamentazione italiana e statunitense. *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 1, pp. 12 e 13.

²⁰⁴ IOVIENO, C., 2016. *op. cit.* pp. 17-20.

²⁰⁵ IOVIENO, C., 2016. *op. cit.* pp. 20-22.

²⁰⁶ IOVIENO, C., 2016. *op. cit.* pp. 22-25.

²⁰⁷ ACCETTELLA, F., CIOCCA, N., 2017. Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding. *Giurisprudenza commerciale*, 44 (2), p. 241.

²⁰⁸ ACCETTELLA, F., CIOCCA, N., 2017. *op. cit.* pp. 241 e 242.

²⁰⁹ FREGONARA, E., 2014. *op.cit.* p. 89.

La lettera *e-bis*), co. 3, art. 50 TUF, prevede ai fini dell'iscrizione nel registro ordinario <<l'adesione a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori o stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale che garantisca una protezione equivalente alla clientela, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento>>, in modo tale da assicurare l'investitore a seguito di danni derivanti dall'attività di intermediazione compiuta dal portale *web*²¹⁰.

Il massimale dell'assicurazione professionale ammonta a € 20.000, ovvero lo stesso importo di copertura per ogni richiesta di indennizzo previsto dal Fondo Nazionale di Garanzia; la Consob inoltre ha previsto un massimale per il totale delle richieste di indennizzo pari a € 1.000.000 se i portali *web* effettuano in autonomia la valutazione di adeguatezza e un massimale pari a € 500.000 per quegli intermediari che ricevono e perfezionano le sottoscrizioni²¹¹.

Nel 2018 la Commissione europea ha pubblicato una bozza, con conseguente revisione nello stesso anno, del Regolamento europeo sul *crowdfunding* (v. par. 3.1.3), con la finalità di creare un'azione regolamentare, che uniforma le regole di gestione dei portali, per quelle piattaforme *web* che vogliono operare in più paesi europei, con il rilascio nei loro confronti di una licenza da parte dall'autorità europea per i mercati finanziari (ESMA) che sostituisce la licenza nazionale: vengono previste norme stringenti sui conflitti di interesse del portale, in modo tale da avere una maggiore trasparenza e neutralità, senza favorire specifici investitori o emittenti²¹².

Questo Regolamento europeo prevede per le piattaforme *web* europee una comparabilità delle performance delle singole campagne e una informativa differente per le piattaforme che si limitano a facilitare l'incontro tra domanda e offerta e per le piattaforme che entrano attivamente nella formazione dei prezzi e nella predisposizione delle offerte²¹³.

2.4.3 Intermediario gestore privato autorizzato

Sulla base del TUF, art. 50-*quinquies*, co.2, la gestione del portale *web* di *equity crowdfunding* è riservata ai gestori autorizzati e ai gestori di diritto, le cui differenze si riflettono sul regime giuridico applicabile nei confronti degli investitori nell'esecuzione degli ordini²¹⁴.

²¹⁰ PORTOLANO, A., 2018. *Le modifiche alla normativa in materia di equity crowdfunding* [online]. Disponibile su: <<http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/le-modifiche-alla-normativa-materia-di-equity-crowdfunding>> [data di accesso: ottobre 2019]

²¹¹ PORTOLANO, A., 2018. *op. cit.*

²¹² S.n. *Regolamento europeo sul crowdfunding (ECSP) – Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese* [online]. Disponibile su: <<https://www.crowd-funding.cloud/it/regolamento-europeo-sul-crowdfunding-ecsp-regolamento-relativo-ai-fornitori-europei-di-servizi-di-crowdfunding-per-le-imprese-1289.asp>> [data di accesso: gennaio 2020]

²¹³ S.n. *op. cit.*

²¹⁴ FREGONARA, E., 2016. L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start-up innovative. *Giurisprudenza italiana*, 10, p. 2289.

In questo paragrafo si analizzerà la figura del gestore autorizzato non istituzionale, il quale trasmetterà gli ordini di sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari a banche, SIM, imprese di investimento UE o di paesi terzi²¹⁵.

L'iscrizione nel registro ordinario tenuto dalla Consob²¹⁶ è subordinata al possesso dei seguenti requisiti, previsti al co.3 dell'art 50-*quinquies* del TUF:

- la società deve figurare come S.p.A., S.a.p.a., S.r.l. o cooperativa;
- la sede legale o amministrativa deve situarsi nel territorio italiano;
- l'oggetto sociale deve essere conforme all'attività di gestione dei portali per la raccolta di capitali;
- possesso dei requisiti di onorabilità da chi richiede l'iscrizione come gestore e da coloro che amministrano, dirigono e controllano il gestore²¹⁷;
- possesso dei requisiti di professionalità e competenza²¹⁸ da parte di coloro che amministrano, dirigono e controllano il gestore;
- deve essere stipulata inoltre un'assicurazione di responsabilità professionale per garantire protezione alla clientela^{219 220}.

Il gestore autorizzato è sottoposto alle regole di condotta previste dal Regolamento Consob, artt. 13-21, mentre non è sottoposto all'applicazione delle regole di condotta in tema di

²¹⁵ POLICARO, G.A., 2019. Lo sviluppo in Italia dell'equity crowdfunding. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti. *Osservatorio del diritto commerciale*, 1 (10), p. 83.

²¹⁶ Con efficacia costitutiva. Cfr. VITALI, M.L., 2014. Equity crowdfunding: la nuova frontiera del capitale di rischio. *Rivista delle società*, 2, p. 386.

²¹⁷ Cfr. Regolamento Consob, Artt. 8 e 9. Si fa riferimento all'insussistenza di condanne penali.

²¹⁸ Cfr. Regolamento Consob, Artt. 8 e 9. <<I soggetti devono essere scelti tra coloro che hanno maturato un'esperienza complessiva di almeno un biennio nelle attività di amministrazione e controllo, o che hanno compiuto delle mansioni di direzione nelle imprese o attività professionali nel settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo, insegnamento universitario di materie giuridiche o economiche, o funzioni amministrative o dirigenziali presso il settore pubblico con riguardo al settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo o con riguardo a altri settori dove si gestiscono risorse economico finanziarie. Possono inoltre far parte dell'organo che svolge funzioni di amministrazione soggetti con una comprovata esperienza lavorativa, di insegnamento o di ricerca, per almeno un biennio, nei settori a elevato contenuto innovativo industriale, informatico o tecnico-scientifico, purché la maggioranza dei componenti abbia i requisiti richiamati e validi per ogni intermediario finanziario>>.

²¹⁹ Cfr. Regolamento Consob, Art. 7-bis, co.2; TUF, art. 50-quinquies, co. 3 e-bis). L'obbligo di stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale fa sì che i gestori autorizzati siano esentati dall'applicazione delle direttive previste dalla Mifid II. Per ulteriori approfondimenti sulle protezioni per gli investitori si rimanda al par. 2.6 dell'elaborato.

²²⁰ Cfr. Regolamento Consob, Art. 2, co.1, e-bis); Regolamento Consob, Art. 13, co. 5-bis, 5-ter. La Consob ha previsto un massimale per l'importo totale di indennizzo pari a € 1.000.000 per i portali autorizzati che effettuano autonomamente la valutazione di adeguatezza degli investitori, o di € 500.000 per quei portali autorizzati che affidano questa verifica ai soggetti che ricevono e perfezionano l'ordine. Il Fondo Nazionale di Garanzia offre comunque una copertura fino a € 20.000 per ogni indennizzo. Cfr. POLICARO, G.A., 2019. *op. cit.* pp. 83 e 84.

prestazione dei servizi di investimento previste negli artt. 21-25-*bis* del TUF, e in tema di collocamento a distanza di servizi e attività di investimento previste nell'art 32 del TUF²²¹.

Al gestore autorizzato viene imposto il divieto di detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi²²², i quali saranno versati in un conto indisponibile acceso presso le banche, imprese di investimento o SIM, oltre al divieto di eseguire gli ordini acquisiti, i quali saranno trasmessi a banche, imprese di investimento o SIM che perfezionano gli ordini curando la fase esecutiva della trattativa²²³. Solo al termine della campagna sarà effettuata la chiusura del conto indisponibile liberando le somme se è stato raggiunto l'obiettivo voluto²²⁴.

Il gestore è esentato dall'applicazione della disciplina di derivazione MiFID, a condizione che gli investitori persone fisiche non superino soglie di € 500 per singolo ordine o € 1000 per ordini complessivi annui, o che gli investitori persone giuridiche non superino soglie di € 5.000 per singolo ordine o € 10.000 per ordini complessivi annui²²⁵.

Nel caso in cui si superino le soglie poc'anzi menzionate, è previsto l'intervento obbligatorio di un gestore di diritto, il quale deve rispettare le direttive MiFID, in modo tale da delineare il profilo del cliente²²⁶.

Permane tuttavia l'obbligo da parte del gestore autorizzato di effettuare una preventiva valutazione di appropriatezza *online*²²⁷ degli strumenti finanziari proposti sulla base del profilo dell'investitore²²⁸. Questo permette di semplificare le modalità operative e di ridurre i costi di raccolta, in modo tale da incentivare il fenomeno del *crowdfunding*²²⁹.

Per quanto riguarda le regole di condotta che i portali devono attuare nei confronti degli investitori, esse vengono ricomprese nell'obbligo di diligenza, correttezza e trasparenza, evitando conflitti di interesse e assicurando la parità di trattamento dei destinatari delle offerte

²²¹ GUACCERO, A., 2014. La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding. *Banca, borsa e titoli di credito*, 67 (6), p. 719.

²²² Cfr. Regolamento Consob, Art. 25; TUF, Art. 50-*quinquies*, co. 3 e 4.

²²³ FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019. *L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari* [online], p. 13. Disponibile su: <<https://fondazionenazionalecommercialisti.it/node/1383>> [data di accesso: settembre 2019]

²²⁴ POLICARO, G.A., 2019. *op. cit.* p. 90.

²²⁵ Cfr. Regolamento Consob, Art. 17. Cfr. PORTOLANO, A., 2018. *Le modifiche alla normativa in materia di equity crowdfunding* [online]. Disponibile su: <<http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/le-modifiche-alla-normativa-materia-di-equity-crowdfunding>> [data di accesso: ottobre 2019]

²²⁶ FREGONARA, E., 2014. Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative, p. 10. In: *V Convegno Annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del diritto commerciale"*, Roma, 21-22 febbraio 2014.

²²⁷ Cfr. Regolamento Consob 18592/2013, Art. 13, co. 5-*bis*. Il gestore deve effettuare questa verifica direttamente, attraverso un questionario *online* dove si comprende se l'investitore possiede quel livello di conoscenza ed esperienza tali da poter comprendere le caratteristiche e rischi che l'operazione comporta.

²²⁸ POLICARO, G.A., 2019. *op. cit.* pp. 87 e 88.

²²⁹ FREGONARA, E., 2016. *op. cit.* p. 2290.

che si trovano nelle stesse condizioni²³⁰, questo grazie all'utilizzo di un modello unico di rappresentazione delle informazioni e con modalità grafiche idonee a facilitare il confronto tra le diverse proposte²³¹.

Durante la campagna il gestore si deve astenere dal pubblicizzare, esprimere raccomandazioni e sollecitare la sottoscrizione o l'acquisto delle offerte e degli strumenti finanziari, in modo tale da non influenzare l'investitore²³².

Il gestore inoltre deve rendere disponibili, in maniera dettagliata, corretta e chiara, tutte quelle informazioni inerenti all'offerta fornite dall'emittente²³³, a tenerle aggiornate e accessibili anche successivamente la chiusura dell'offerta²³⁴, ma non è responsabile della completezza e veridicità delle informazioni trasmesse che rimangono a capo dell'emittente²³⁵.

In merito a ciascuna offerta, è cura del gestore pubblicare nel portale *web*, attraverso un linguaggio chiaro, preciso, conciso e di facile lettura, le seguenti informazioni utili ai potenziali investitori:

- ✓ le condizioni generali dell'offerta;
- ✓ le informazioni sulla quota già sottoscritta;
- ✓ l'indicazione di eventuali costi o commissioni a carico dell'investitore;
- ✓ l'indicazione delle banche e delle imprese di investimento cui saranno trasmessi gli ordini;
- ✓ la descrizione delle modalità e tempistica di pubblicazione delle informazioni sullo stato di adesione all'offerta;
- ✓ i termini e le condizioni per il pagamento e la consegna degli strumenti finanziari;
- ✓ le informazioni in merito alla restituzione delle somme versate, a seguito dell'esercizio del diritto di recesso o revoca, o del mancato perfezionamento dell'offerta;
- ✓ le informazioni sui potenziali conflitti di interesse;
- ✓ le informazioni in merito alle offerte da parte dell'emittente aventi lo stesso oggetto su altri portali;
- ✓ la legge applicabile e il foro competente;

²³⁰ Cfr. Regolamento Consob, Art. 13, co.1. Cfr. FREGONARA, E., 2014. *op.cit.* p. 15.

²³¹ ACCETTELLA, F., CIOCCA, N., 2017. Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding. *Giurisprudenza commerciale*, 44 (2), p. 241.

²³² ACCETTELLA, F., CIOCCA, N., 2017. *op. cit.*, p. 260.

²³³ Cfr. Regolamento Consob, Art. 13, co. 2. Cfr. FREGONARA, E., 2014. *op.cit.* p. 16.

²³⁴ Nel regolamento Consob, all'Art. 13, co. 4, viene detto che «il gestore assicura che le informazioni fornite tramite il portale siano aggiornate, accessibili almeno per i dodici mesi successivi alla chiusura delle offerte e rese disponibili agli interessati che ne facciano richiesta per un periodo di cinque anni dalla data di chiusura dell'offerta».

²³⁵ POLICARO, G.A., 2019. *op. cit.* pp. 88 e 89.

- ✓ la lingua in cui vengono comunicate le informazioni inerenti all'offerta²³⁶.

Il gestore deve inoltre sottolineare il rischio di perdita del capitale versato, il divieto di distribuire gli utili, le deroghe al diritto societario e fallimentare, i contenuti del *business plan* e la possibilità di effettuare il recesso²³⁷.

Una volta chiusa l'offerta al pubblico tramite il portale *online*, il gestore dovrà compiere delle attività di verifica *ex post*:

- verificare esistenza di eventuali clausole disciplinanti il diritto di recesso per gli investitori non professionali nel caso di trasferimento del controllo dell'emittente dopo la chiusura dell'offerta, per tre anni dalla chiusura della stessa;
- verificare esistenza di eventuali patti parasociali tra i soci dell'emittente;
- accertarsi della avvenuta sottoscrizione di almeno il 5% del capitale da parte degli investitori professionali²³⁸.

Il gestore di portali autorizzati ha anche la facoltà di nominare un responsabile col compito di segnalare, attraverso delle specifiche procedure, gli atti o fatti compiuti che possano costituire violazione delle norme inerenti attività svolta (c.d. *whistleblowing* interno)²³⁹.

Nel caso in cui la campagna non dovesse aver successo, il gestore non è obbligato ad acquistare quei strumenti finanziari che non è riuscito a collocare presso il pubblico²⁴⁰.

Le regole di condotta, i compiti di verifica, gli obblighi informativi e l'attività di *due diligence* svolta potrebbero generare un affidamento negli investitori, con conseguente responsabilità del gestore per le informazioni presenti sul portale, tuttavia la disciplina non offre indicazioni univoche in merito, salva l'avvertenza che il gestore deve riportare per ciascuna offerta in cui si afferma l'esclusiva responsabilità dell'impresa offerente per la veridicità e completezza delle informazioni fornite²⁴¹.

Riassumendo, il gestore privato autorizzato possiede dei rischi inferiori rispetto l'incarico di collocamento, in quanto non svolge attività di sollecitazione e non detiene il denaro versato dagli investitori, limitandosi a rappresentare e visualizzare correttamente l'offerta con le

²³⁶ Cfr. Regolamento Consob, All. 3. Cfr. FREGONARA, E., 2014. *op.cit.* p. 17.

²³⁷ FREGONARA, E., 2014. *op.cit.* pp. 16 e 17.

²³⁸ RIZZO, S., 2014. Intermediari finanziari ed equity crowdfunding: profili di compliance. *Rivista della regolazione dei mercati*, 2, p. 306.

²³⁹ Cfr. Delibera Consob 20264/2018, Art. 20-bis; TUF, Art. 4-undecies; Regolamento UE 596/2014. Cfr. FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019. *op. cit.* p. 14.

²⁴⁰ ACCETTELLA, F., CIOCCA, N., 2017. *op. cit.*, pp. 240 e 241.

²⁴¹ CORSO, S., 2019. S.r.l.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori. *Banca, borsa e titoli di credito*, 72 (6), p. 904.

relative caratteristiche nel portale, lanciare la campagna e gestirla in modo adeguato, anche successivamente la sua chiusura: questo permette all'emittente di godere di tariffe e commissioni inferiori per il servizio prestato²⁴². Nel far questo è richiesto tuttavia al gestore una diligenza professionale rapportata alla creazione di un sistema online stabile e sicuro, che permette una vetrina delle offerte completa e accattivante²⁴³.

2.4.4 Intermediario gestore collocatore di diritto

Il regolamento Consob prevede, oltre alla sezione ordinaria dove si iscrivono i gestori autorizzati, una sezione speciale del registro dove vengono iscritti i gestori di diritto, cioè le banche, le SIM, le imprese di investimento UE o di paesi terzi che comunicano alla Consob la volontà di svolgere la gestione dei portali di *equity crowdfunding*²⁴⁴.

L'iscrizione nel registro speciale²⁴⁵ è subordinata al possesso dei medesimi requisiti elencati nel precedente paragrafo 2.4.3., previsti al co.3 dell'art 50-*quinquies* del TUF²⁴⁶.

Il gestore di diritto è sottoposto alle regole ordinarie previste dal TUF in merito alla prestazione dei servizi di investimento²⁴⁷.

Questi gestori di diritto possono gestire integralmente il processo di raccolta di capitali delle PMI senza l'applicazione delle regole più restrittive previste per i gestori privati autorizzati visti nel paragrafo precedente, e a loro si applica la disciplina di derivazione MiFID in merito agli ordini sopra soglia, rimanendo esenti per gli ordini sotto soglia²⁴⁸.

Essendo gestori del portale *online* e allo stesso tempo perfezionatori degli ordini raccolti, sono coinvolti in tutte le fasi dell'operazione di investimento: l'attività preliminare di definizione dell'offerta, la verifica e pubblicazione delle informazioni all'interno del portale *web*, l'attività

²⁴² ACCETTELLA, F., CIOCCA, N., 2017. *op. cit.*, pp. 265 e 266.

²⁴³ ACCETTELLA, F., CIOCCA, N., 2017. *op. cit.*, p. 265.

²⁴⁴ Cfr. Regolamento Consob, Art. 1, co.1. Cfr. VITALI, M.L., 2014. Equity crowdfunding: la nuova frontiera del capitale di rischio. *Rivista delle società*, 2, p. 386.

²⁴⁵ Con funzione di pubblicità notizia e certificazione anagrafica. DE LUCA, R., 2015. *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità* [online], p. 24. Disponibile su <<https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/node/846>> [data di accesso: settembre 2019]

²⁴⁶ POLICARO, G.A., 2019. Lo sviluppo in Italia dell'equity crowdfunding. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti. *Osservatorio del diritto commerciale*, 1 (10), p. 83.

²⁴⁷ CARATOZZOLO, R., 2017. L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese: equity crowdfunding. In: PARACAMPO, M. T. a cura di, 2017. *FINTECH Introduzione ai profili giuridici di un mercato tecnologico dei servizi finanziari*. Torino: G. Giappichelli Editore, p. 157.

²⁴⁸ DE LUCA, R., 2015. *op. cit.* pp. 23 e 24. Per quanto riguarda le soglie, si fanno riferimento agli importi descritti nel paragrafo precedente 2.4.3 di questo elaborato.

promozionale e pubblicitaria e infine la raccolta e perfezionamento degli ordini di sottoscrizione da parte degli investitori²⁴⁹.

Nel far questo il gestore collocatore deve attenersi alla disciplina MiFID I e MiFID II e alle regole di condotta contenute in esso, come ad es. la verifica dell'appropriatezza e adeguatezza del servizio e degli strumenti finanziari per ogni investitore, così come il fornire agli investitori le informazioni sul servizio e gli strumenti finanziari stessi²⁵⁰.

Il gestore di diritto cerca di collocare gli strumenti finanziari (attività prevista anche dal gestore autorizzato) e la sua remunerazione si basa su una percentuale degli strumenti collocati; tuttavia il gestore può sottoscrivere e acquistare in via anticipata gli strumenti finanziari che successivamente cercherà di collocare presso terzi, di conseguenza la sua remunerazione sarà data dalla differenza tra quanto ha pagato per ottenere lo strumento finanziario e il prezzo di rivendita dello stesso all'investitore; inoltre egli può sottoscrivere o acquistare gli strumenti finanziari che non è riuscito a collocare presso il pubblico²⁵¹.

L'intermediario finanziario dovrà adempiere la normativa antiriciclaggio, per quanto riguarda gli obblighi di identificazione, verifica delle controparti e tracciabilità dei flussi finanziari²⁵².

Riassumendo, il gestore collocatore di diritto è gravato da una serie di obblighi di *disclosure* superiori rispetto a quelli previsti per il gestore privato autorizzato (ad es. predisporre l'informativa da pubblicare sul portale e informare l'investitore delle caratteristiche dell'offerta), oltre a rispettare precisi canoni di condotta nei confronti degli investitori (ad es. conoscere bene i prodotti che colloca e la situazione complessiva del cliente)²⁵³. L'investitore dovrà valutare bene se affidarsi interamente al gestore di diritto, in quanto se da una parte per l'investitore ci sarà una maggiore garanzia dell'operato svolto dal gestore collocatore, dall'altra ci saranno maggiori costi.

2.4.5 Gli investitori

L'investitore *retail* è quell'investitore non professionale destinatario di un'offerta di *equity crowdfunding* e questo finanziatore può essere qualunque persona fisica o giuridica, il quale può sottoscrivere fino a un massimo del 95% della raccolta complessiva²⁵⁴.

²⁴⁹ RIZZO, S., 2014. Intermediari finanziari ed equity crowdfunding: profili di compliance. *Rivista della regolazione dei mercati*, 2, p. 313.

²⁵⁰ ACCETTELLA, F., CIOCCA, N., 2017. Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding. *Giurisprudenza commerciale*, 44 (2), p. 256.

²⁵¹ ACCETTELLA, F., CIOCCA, N., 2017. *op. cit.* pp. 254 e 255.

²⁵² Cfr. D.lgs. 231/2007. Cfr. RIZZO, S., 2014. *op. cit.* p. 308.

²⁵³ RIZZO, S., 2014. *op. cit.* p. 316.

²⁵⁴ Cfr. Regolamento Consob, Art. 17, co. 3; Regolamento Consob, Art. 13, co. 5-bis.

Durante la campagna l'investitore deve aver preso visione del materiale sull'educazione finanziaria²⁵⁵ e delle informazioni sintetiche e comprensibili inerenti i rischi di perdita del capitale investito e di una potenziale illiquidità dell'investimento; deve fornire informazioni in merito la propria conoscenza ed esperienza in strumenti finanziari²⁵⁶; deve dichiarare di sostenere economicamente l'eventuale perdita²⁵⁷ dell'investimento effettuato²⁵⁸.

E' necessario inoltre che almeno il 5%²⁵⁹ della raccolta totale, come già accennato al paragrafo 2.2.1., venga sottoscritta da parte di un investitore professionale²⁶⁰, una fondazione bancaria²⁶¹ o da incubatori certificati di *startup* innovative²⁶² o da investitori a supporto dell'innovazione²⁶³. Questa è una condizione per il perfezionamento dell'incontro tra l'offerta e le accettazioni, altrimenti l'offerta sarà priva di effetti in modo retroattivo: le sottoscrizioni e assegnazioni degli strumenti finanziari saranno inefficaci e dovranno essere restituiti²⁶⁴.

Rimangono dei dubbi di politica normativa per quanto riguarda l'intervento obbligatorio per legge di un investitore istituzionale esponente del mondo creditizio: esso riduce decisamente le caratteristiche di democraticità del *crowdfunding* stesso, che potrebbe diventare uno strumento

²⁵⁵ Cfr. Regolamento Consob, Art. 15, co. 2, a).

²⁵⁶ Cfr. Regolamento Consob, Art. 15, co. 2, b).

²⁵⁷ Cfr. Regolamento Consob, Art. 15, co. 2, c).

²⁵⁸ ACCETTELLA, F., CIOCCA, N., 2017. Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding. *Giurisprudenza commerciale*, 44 (2), p. 244.

²⁵⁹ E per almeno il 3% del totale dell'offerta da parte di PMI in possesso della certificazione del bilancio rilasciata da un revisore contabile, relativa agli ultimi due esercizi precedenti. Cfr. PORTOLANO, A., 2018. *Le modifiche alla normativa in materia di equity crowdfunding* [online]. Disponibile su: <<http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/le-modifiche-alla-normativa-materia-di-equity-crowdfunding>> [data di accesso: ottobre 2019]

²⁶⁰ E' il cliente professionale privato e pubblico di diritto. Rientrano in questa categoria a) i soggetti autorizzati ad operare nei mercati finanziari, b) le imprese di grandi dimensioni che possiedono almeno due dei seguenti requisiti dimensionali: totale di bilancio pari o superiore a 20 milioni di euro, fatturato netto pari o superiore a 40 milioni di euro, fondi propri o superiori a 2 milioni di euro, c) gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari. Ma è anche il cliente professionale privato e pubblico su richiesta, cioè i clienti al dettaglio che richiedono di essere considerati come clienti professionali in virtù della competenza ed esperienza maturata in campo finanziario. Cfr. S.n., 2008. *La classificazione della clientela secondo la Mifid* [online]. Disponibile su: <<https://www.professionefinanza.com/la-classificazione-della-clientela-secondo-la-mifid>> [data di accesso: gennaio 2020]. Cfr. CNDCEC, CONSOB, 2016. *L'equity-crowdfunding. Position paper* [online], p. 16. Disponibile su: <<https://oldsite.commercialisti.it/Portal/News/NewsDetail.aspx?id=12967887-fe8f-4147-a286-5296bdc975a7>> [data di accesso: settembre 2019]

²⁶¹ Cfr. D.lgs. 153/1999, Art. 2; Legge 218/1990.

²⁶² Per la definizione di incubatore certificato Cfr. D.L. 179/2012, Art. 25, co.5.

²⁶³ Sono coloro che dispongono di un valore di portafoglio di strumenti finanziari superiore a € 500 mila e hanno effettuato nell'ultimo biennio almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo finanziamento soci in startup innovative o PMI innovative per un importo pari ad almeno € 15 mila, oppure hanno ricoperto per almeno dodici mesi la carica di amministratore esecutivo in una startup innovativa o PMI innovativa. Cfr. Regolamento Consob, Art. 24, co. 2.

²⁶⁴ ACCETTELLA, F., CIOCCA, N., 2017. *op. cit.* pp. 250 e 251.

alternativo per gli istituti finanziari e inoltre mette a rischio la presenza di progetti imprenditoriali di più modesto rilievo economico²⁶⁵.

2.4.6 Altri soggetti

Oltre agli attori principali coinvolti in una campagna di *equity crowdfunding* (emittente, portale *web*, gestore autorizzato, gestore di diritto, investitori), ci sono altri soggetti che svolgono dei servizi fondamentali per la buona riuscita della campagna.

Outsourcer esterni, come ad es. Starteed già menzionato al paragrafo 1.3.1, sviluppano l'architettura informatica del portale *web*, progettando la grafica dello stesso e implementando il sistema di gestione degli ordini attraverso dei sistemi di *gateway* (Paypal, carta di credito, bonifico bancario)²⁶⁶.

Intervengono inoltre gli *advisor* legali, in quanto l'emittente e il gestore del portale sono soggetti a rischi e responsabilità civili²⁶⁷.

La consulenza sullo sviluppo del progetto, con la redazione di un *business plan* e l'attività di *marketing* sui *social network*, viene fornita dalle piattaforme *online* o dai commercialisti, mentre per quanto riguarda la valutazione di brevetti, marchi o altri asset è fondamentale l'intervento di un perito indipendente²⁶⁸.

Portali online informativi come Crowdfundingbuzz.it, enti pubblici nazionali e locali e associazioni imprenditoriali diffondono la conoscenza e assistenza alle imprese coinvolte in un progetto di *crowdfunding*²⁶⁹.

2.5 Le opportunità e i rischi per i diversi soggetti coinvolti nel progetto

Nel paragrafo 1.3 di questo elaborato si è visto come la fruizione dell'*equity crowdfunding* è cresciuta nel corso degli anni, portando di conseguenza nuove opportunità di *business* per l'imprenditore emittente e per l'investitore finanziatore. D'altra parte gli obblighi informativi e le nuove aziende che possono accedere a questo strumento sono aumentati, facendo crescere i

²⁶⁵ FREGONARA, E., 2016. L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start-up innovative. *Giurisprudenza italiana*, 10, p. 2306.

²⁶⁶ POLITECNICO DI MILANO, 2019. *Osservatorio crowdfunding. 4° Report Italiano sul CrowdInvesting* [online], p. 8. Disponibile su: <http://www.osservatoriomibond.it/portal/minibond/documenti;jsessionid=ACC5D99C7F213D955FED827EE8775464> [data di accesso: novembre 2019]

²⁶⁷ POLITECNICO DI MILANO, 2019. *op. cit.* p. 8.

²⁶⁸ POLITECNICO DI MILANO, 2019. *op. cit.* p. 8.

²⁶⁹ POLITECNICO DI MILANO, 2019. *op. cit.* p. 8.

rischi sia per l'imprenditore sia per l'investitore, rendendo necessario di conseguenza l'intervento di un *advisor* esterno.

Queste opportunità e rischi, già accennati in parte al paragrafo iniziale 1.1, saranno trattati maggiormente nei successivi tre paragrafi.

2.5.1 Per l'imprenditore

Il *crowdfunding* consente all'imprenditore di finanziare i propri progetti imprenditoriali in modo innovativo e democratico, in quanto permette di patrimonializzare l'azienda, migliorare il rating e facilitare il successivo accesso al credito²⁷⁰.

L'impresa emittente ha i seguenti benefici derivanti da un'operazione di *equity crowdfunding*:

- i costi sono contenuti, trasparenti e collegati al buon esito della raccolta, rappresentanti perlopiù dalla *success fee* richiesta dal portale e dagli oneri bancari del conto corrente vincolato (*low cost*);
- dalla fase preparativa al *closing* ci vogliono mediamente sei mesi (*fast track*),
- il *management* si può concentrare sulla gestione dell'azienda e del progetto, in quanto il *dossier* informativo è online e può essere letto dai potenziali investitori in qualunque momento (*focus on business*);
- la raccolta *online* misura l'appetibilità del prodotto o servizio immesso nel mercato (*market validation*);
- i contatti e le relazioni che si instaurano attraverso la campagna creano valore per l'azienda, in quanto potranno trasformarsi in futuri clienti, fornitori, dipendenti, collaboratori e altro ancora (*valuable network*);
- spesso si creano relazioni con persone o partner industriali portatori di competenze, esperienze e relazioni che contribuiscono alla crescita aziendale (*shareholder*);
- la validazione dell'iniziativa imprenditoriale rafforza la credibilità dell'emittente nei confronti degli istituti creditizi, e questo facilita le successive richieste di finanziamento (*rating upgrade*)²⁷¹.

²⁷⁰ MAC, A., 2019. Equity crowdfunding, in 6 mesi raccolti 25,4 milioni di euro. *Il sole 24 ore* [online]. Disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/equity-crowdfunding-6-mesi-raccolti-254-milioni-euro-ACGLTV?refresh_ce=1> [data di accesso: ottobre 2019]

²⁷¹ CNDCEC, CONSOB, 2016. *L'equity-crowdfunding. Position paper* [online], p. 10. Disponibile su: <<https://oldsite.commercialisti.it/Portal/News/NewsDetail.aspx?id=12967887-fe8f-4147-a286-5296bdc975a7>> [data di accesso: settembre 2019]

L'impresa emittente ha invece i seguenti costi e oneri:

- ✓ la raccolta di nuovo capitale di rischio incide sui diritti patrimoniali e amministrativi della nuova compagine sociale (*commitment*);
- ✓ devono essere pubblicati *online* il piano industriale, le strategie industriali e i brevetti a tutela della proprietà intellettuale (*disclosure*);
- ✓ necessità di svolgere una intensa campagna di comunicazione, attraverso interviste, partecipazione ad eventi, utilizzo dei *social network* (*promotion*);
- ✓ costi derivanti dalla creazione di una compagine allargata, come ad es. la creazione di clausole statutarie per la tutela delle minoranze, nomina dei soggetti rappresentanti della minoranza all'interno del C.d.A., la creazione di organismi di controllo (*corporate governance*);
- ✓ cambiamento culturale da parte dell'imprenditore in termini di maggiore trasparenza nei confronti dei diversi *stakeholder* aziendali (*entrepreneurial maturity*);
- ✓ responsabilità accentuata derivante dalle numerose informazioni da fornire, ad. es. la pubblicazione dei dati inerenti soggetti emittenti, tempi di rilascio del servizio o prodotto, la protezione della proprietà intellettuale, le analisi di mercato e la *disclosure* su eventuali partner aziendali o finanziari (*fair play*)²⁷².

Ulteriori rischi e oneri sono i seguenti:

- la campagna richiede tempo e risorse da dedicare, di conseguenza è necessario dotarsi di personale o consulenti che forniscano aggiornamenti sull'andamento del progetto e che gestiscano i diritti societari di coloro che effettuano l'investimento societario;
- il progetto viene pubblicato e reso visibile *online*, di conseguenza chiunque può imitare l'idea di *business* se non è stato fornito il brevetto a tutela della proprietà intellettuale;
- un rischio reputazionale sull'immagine della società e del progetto di impresa, a seguito di trascuratezza, errori o carenza di materiale informativo riguardante l'offerta;
- rischio di imbattersi in piattaforme *online* fraudolente, create con l'obiettivo di carpire le informazioni sensibili dell'azienda che mette in vetrina il progetto imprenditoriale;
- doveri di trasparenza e responsabilità nei confronti degli investitori, quindi è necessario conoscere bene i loro diritti, in modo da gestire al meglio eventuali reclami²⁷³.

²⁷² CNDCEC, CONSOB, 2016. *op. cit.* p. 10.

²⁷³ DE LUCA, R., 2015. *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità* [online], pp. 28 e 29. Disponibile su <<https://www.fondazione nazionalecommercialisti.it/node/846>> [data di accesso: settembre 2019]

2.5.2 Per l'investitore

Chi investe in una campagna di *equity crowdfunding* lo fa perlopiù con un approccio emozionale, che prevede le seguenti opportunità:

- possibilità di veder associato il proprio nome a progetti tecnologici, scientifici o culturali (*mecenatism*);
- sensazione di aver investito in un progetto innovativo con prospettive di grandi guadagni (*lottery effect*);
- si dà un apporto significativo alla causa attraverso la propria esperienza e competenza, entrando direttamente nella governance aziendale (*back to work*);
- convinzione di aver fatto qualcosa di utile (*give back*);
- coinvolgimento in un progetto innovativo e intraprendente (*emotional value*)²⁷⁴.

Ulteriori opportunità sono le seguenti:

- ✓ partecipare al capitale di rischio di progetti imprenditoriali anche distanti geograficamente dal luogo in cui si trova l'imprenditore, eliminando le barriere territoriali;
- ✓ facoltà di investire in modo autonomo e indipendente, senza pressioni;
- ✓ possibilità di investire somme minime, anche inferiori a € 500;
- ✓ agevolazioni fiscali IRPEF e IRES²⁷⁵.

L'investitore inoltre ha modo di diversificare la strategia di investimento dando visione a diverse opportunità di investimento disponibili all'interno della piattaforma *online*²⁷⁶.

L'approccio emozionale all'investimento provoca tuttavia dei rischi e delle criticità.

È stato detto al paragrafo 2.2 che chi aderisce a una campagna di *equity crowdfunding* acquista delle frazioni di capitale sociale, di conseguenza assumerà determinati diritti societari: a seguito del buon esito dell'operazione, sarà possibile partecipare alla vita societaria esercitando, se previsto, il diritto di voto nelle assemblee, esaminando e approvando i bilanci della società, in virtù del fatto che il legislatore italiano configura queste campagne come aumenti di capitale a

²⁷⁴ CNDCEC, CONSOB, 2016. *L'equity-crowdfunding. Position paper* [online], pp. 59 e 60. Disponibile su: <<https://oldsite.commercialisti.it/Portal/News/NewsDetail.aspx?id=12967887-fe8f-4147-a286-5296bdc975a7>> [data di accesso: settembre 2019]

²⁷⁵ V. paragrafo 2.2.4. di questo elaborato. Cfr. FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019. *L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari* [online], p. 22. Disponibile su: <<https://fondazionenazionalecommercialisti.it/node/1383>> [data di accesso: settembre 2019]

²⁷⁶ MAC, A., 2019. Equity crowdfunding, in 6 mesi raccolti 25,4 milioni di euro. *Il sole 24 ore* [online]. Disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/equity-crowdfunding-6-mesi-raccolti-254-milioni-euro-ACGLTV?refresh_ce=1> [data di accesso: ottobre 2019]

pagamento²⁷⁷. Successivamente alla raccolta iniziale ci potrebbero essere tuttavia altre raccolte con l'ingresso di nuovi soci, esponendo i sottoscrittori iniziali, nel caso non avessero esercitato il diritto di opzione, a un rischio di diluizione dell'investimento iniziale e un peso della partecipazione inferiore, in termini di voti, dividendi attesi e valore²⁷⁸.

Il finanziatore ha il rischio di perdere l'intero capitale investito nel caso in cui il progetto non vada a buon fine, di conseguenza potrebbe diversificare l'investimento su iniziative appartenenti a diversi settori²⁷⁹, oppure si potrebbe svolgere una minima attività di *due diligence* sul progetto interessato²⁸⁰.

C'è il rischio di imbattersi in piattaforme *online* fraudolente e illecite²⁸¹.

Chi investe ha inoltre il rischio di illiquidità degli strumenti finanziari, in quanto essi nel primo periodo non vengono negoziati sui mercati organizzati (ad es. MTA di Borsa Italiana) che convogliano gran parte della domanda e dell'offerta rendendo i prezzi più affidabili, con prezzi maggiormente affini all'effettivo valore dello strumento finanziario, mentre nel secondo periodo successivo alla sottoscrizione degli strumenti finanziari non si può fruire di un mercato secondario dove scambiare i titoli o quote sottoscritti²⁸².

Tuttavia, come già accennato al paragrafo 2.1.5 di questo elaborato, con la legge di Bilancio 2019 è prevista l'apertura di un mercato secondario con bacheche elettroniche destinate alla compravendita di quote o azioni di una PMI, riducendo il rischio di rimanere prigionieri dell'investimento effettuato. Per l'occasione a giugno 2019 la Consob ha posto in consultazione un documento recante delle modifiche al regolamento sulla raccolta di capitale di rischio tramite portali *online*, proponendo tra le altre novità che i titoli di debito siano offerti attraverso una sezione separata della piattaforma e che il gestore assicuri il rispetto dei limiti applicabili alle obbligazioni (previsti all'art. 2412 c.c.) e ai titoli di debito (previsti all'art. 2483 c.c.)²⁸³.

²⁷⁷ DE LUCA, R., 2015. *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità* [online], p. 19. Disponibile su <<https://www.fondazioneNazionaleCommercialisti.it/node/846>> [data di accesso: settembre 2019]

²⁷⁸ DE LUCA, R., 2015. *op. cit.* p. 19.

²⁷⁹ All'interno della piattaforma *Mamacrowd* si può investire in un pacchetto selezionato di imprese innovative.

²⁸⁰ FREGONARA, E., 2016. L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start-up innovative. *Giurisprudenza italiana*, 10, p. 2304.

²⁸¹ CNDCEC, CONSOB, 2016. *op. cit.* p. 61.

²⁸² CNDCEC, CONSOB, 2016. *op. cit.* pp. 60 e 61.

²⁸³ IL SOLE 24 ORE, 2019. *Novità crowdfunding: in consultazione una proposta di modifica al regolamento Consob* [online]. Disponibile su: <<https://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2019-06-24/novita-crowdfunding-consultazione-proposta-modifica-regolamento-consob-122655.php>> [data di accesso: gennaio 2020]

2.5.3 Per il commercialista²⁸⁴

Lo strumento dell'*equity crowdfunding* prevede l'intervento di un *advisor* esterno che funge da supporto consulenziale dell'emittente impresa, per la strutturazione e gestione dell'operazione (lato offerta), e di attività di mera segnalazione del portale *web*, in modo tale da supportare i clienti potenziali investitori nella comprensione delle caratteristiche, opportunità e rischi dello strumento (lato domanda), in modo quindi da mitigare le asimmetrie informative tra società emittente e investitori.

Di seguito vengono riportati gli interventi da parte del commercialista esperto nei vari aspetti finanziari e societari nei confronti dell'emittente impresa:

- definire l'assetto societario: le campagne di *equity crowdfunding* si configurano come aumenti di capitale a pagamento, con l'acquisto da parte dell'investitore di frazioni di capitale sociale dell'emittente e l'acquisizione dei diritti societari, di conseguenza devono essere ben valutate le modalità di ingresso societario dei terzi. L'intervento del consulente risulta indispensabile per comprendere se è meglio offrire in sottoscrizione a terzi delle quote ordinarie o muniti di diritti diversi, visto che anche per le s.r.l. possono essere riservate ad alcuni soci quote fornite di diritti patrimoniali o gestionali. Il consulente inoltre deve inoltre gestire i contributi in conto futuro aumento di capitale già ottenuti, con obbligo di restituzione alla società in caso di operazione non andata a buon fine. Si deve determinare quindi il valore complessivo della società e stabilire quanto capitale offrire a terzi;
- pianificare le operazioni successive alla raccolta iniziale: come già descritto al paragrafo 2.5.2, la società potrebbe attuare degli ulteriori aumenti di capitale sociale, e l'investitore potrebbe vedere la propria partecipazione ottenere un peso inferiore. Il consulente dovrà essere di supporto nel fornire delle apposite clausole relative alla circolazione delle quote di capitali e delle tutele sui diritti dei soci²⁸⁵;
- scelta del modello di offerta: la scelta tra un modello *all or nothing*, *keep it all* o altri verrà effettuata sulla base di diversi fattori, dal ciclo di vita dell'impresa e dalla strategia commerciale e piano di sviluppo²⁸⁶;

²⁸⁴ Il contenuto di questo paragrafo 2.5.3. è basato esclusivamente sul seguente documento: FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019. *L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari* [online], pp. 26-31. Disponibile su: <<https://fondazionenazionalecommercialisti.it/node/1383>> [data di accesso: settembre 2019]. Di conseguenza non vengono riportati in nota ulteriori riferimenti a questo documento.

²⁸⁵ V. paragrafo 2.6 di questo elaborato.

²⁸⁶ V. paragrafo 2.2.2. di questo elaborato.

- individuare il taglio minimo di investimento: un importo più o meno elevato può diminuire o meno i potenziali sottoscrittori e incide inoltre sulla gestione del portafoglio degli investitori e sulla capacità di diversificazione;
- produzione di un'adeguata documentazione informativa: questo è necessario per fornire ai finanziatori del progetto tutte quelle informazioni utili per compiere un investimento consapevole²⁸⁷.

Sulla base di quanto detto finora è evidente come il ruolo del commercialista come *advisor* globale è fondamentale per la cura degli aspetti di tipo operativo, finanziario e societario, oltre a quello di tipo informativo e culturale nei confronti dell'imprenditore.

Nei confronti dei clienti investitori il suo ruolo è delegato alla segnalazione della denominazione e del sito del portale *web*, oltre a fornire informazioni in merito alle principali caratteristiche dell'*equity crowdfunding*.

2.6 Le tutele per l'investitore

Nel paragrafo 2.5.2 si sono descritti i vari rischi potenziali nei confronti degli investitori *retail* che partecipano a una campagna di *equity crowdfunding*, i quali possono essere mitigati con i seguenti strumenti di tutela:

- obblighi informativi da parte del gestore del portale *web*²⁸⁸: egli deve fornire in forma sintetica e facilmente comprensibile le informazioni sull'investimento (ad esempio il rischio di perdita del capitale sottoscritto, il rischio di illiquidità e il divieto di distribuzione degli utili), oltre a fornire esaurienti informazioni relative alle partecipazioni di controllo visto che il loro trasferimento è condizione per l'esercizio di co-vendita o di recesso previsti nello statuto e fornire le informazioni relative ai patti parasociali da comunicare alla società e pubblicare nel sito *web* dell'emittente;
- meccanismi di tutela diretta per l'investitore: ci si riferisce al diritto di recesso *ad nutum*²⁸⁹ dall'ordine di adesione senza spese e con comunicazione al gestore entro sette giorni dalla data dell'ordine, al diritto di revoca²⁹⁰ entro sette giorni dal giorno in cui viene portato a conoscenza dell'investitore quel fatto nuovo o quell'errore materiale

²⁸⁷ Nell'Allegato 3 del Regolamento Consob sono elencate le informazioni sulla singola offerta: i) rischi specifici alla singola offerta e al profilo dell'emittente; ii) informativa contabile sui dati storici dell'offerente; iii) rappresentazione del progetto industriale relativo al progetto da finanziare; iv) descrizione e percentuale sull'intero capitale degli strumenti finanziari proposti e delle metodologie utilizzate per stabilirne il valore; v) informazioni in merito la presenza di clausole statutarie.

²⁸⁸ Cfr. Regolamento Consob, Art. 15 e 16.

²⁸⁹ Cfr. Regolamento Consob, Art. 13, co. 5.

²⁹⁰ Cfr. Regolamento Consob, Art. 25, co. 2.

inerente alle informazioni esposte nel portale *web* che influiscano sulla decisione di investimento, al diritto statutario di recesso convenzionale²⁹¹ o statutario di co-vendita *tag-along*²⁹² a favore del socio di minoranza nel caso in cui i soci di controllo²⁹³ trasferiscano il controllo a terzi successivamente all'offerta sul portale, per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta;

- meccanismi di tutela indiretta per l'investitore: almeno il 5%²⁹⁴ degli strumenti finanziari deve essere sottoscritto da parte di un investitore professionale, una fondazione bancaria o da incubatori certificati di *startup* innovative o da investitori a supporto dell'innovazione²⁹⁵.

In merito agli obblighi informativi da parte del gestore, egli deve controllare che le modalità di esercizio della *way out*, gli eventuali patti di riacquisto delle partecipazioni, le eventuali clausole di *lock up* e *put option* a favore degli investitori siano previsti nello statuto e nell'atto costitutivo dell'emittente²⁹⁶, dall'altra l'investitore deve essere messo in grado di conoscere tutte le informazioni sul suo diritto di *exit*²⁹⁷.

Il gestore dovrà inoltre verificare la presenza di determinate scelte statutarie in tema di diritti di *exit*: per quanto riguarda la clausola di co-vendita in favore della categoria di investitori diversi da quelli professionali che sottoscrivono l'offerta nei portali *web*, essa possiede efficacia reale ed è opponibile a terzi, a condizione che venga introdotta in statuto con il consenso di tutti i soci, oppure ha efficacia obbligatoria se inserite in patti parasociali²⁹⁸.

Le clausole statutarie devono pertanto essere ben analizzate da parte del gestore della piattaforma, e nel caso in cui siano presenti diversi diritti di *exit* in favore di diverse categorie di quote e/o di determinati soci che si sovrappongono, vanificando la tutela a favore

²⁹¹ Cfr. Regolamento Consob, Art. 24, co.1; Codice civile, Art. 2473 ss.

²⁹² Questa clausola consente ai soci di minoranza di vendere la propria partecipazione alle stesse condizioni accordate con l'acquirente, nel caso in cui il socio di maggioranza dovesse cedere il proprio pacchetto azionario. Cfr. Regolamento Consob, Art. 24, co. 1; Codice civile, Art. 2355-*bis*; TUF, Art. 100-*ter*, co. 2.

²⁹³ Per la definizione di controllo, cfr. Regolamento Consob, Art. 2, f).

²⁹⁴ E per almeno il 3% del totale dell'offerta da parte di PMI in possesso della certificazione del bilancio rilasciata da un revisore contabile, relativa agli ultimi due esercizi precedenti. Cfr. PORTOLANO, A., 2018. *Le modifiche alla normativa in materia di equity crowdfunding* [online]. Disponibile su: <<http://www.diritto bancario.it/approfondimenti/capital-markets/le-modifiche-alla-normativa-materia-di-equity-crowdfunding>> [data di accesso: ottobre 2019]

²⁹⁵ Cfr. Regolamento Consob, Art. 24, co. 2. FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019. *L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari* [online], pp. 19, 20, 27 e 28. Disponibile su: <<https://fondazione nazionalecommercialisti.it/node/1383>> [data di accesso: settembre 2019].

²⁹⁶ Cfr. Regolamento Consob, All. 3, Art. 3, co. 1, d).

²⁹⁷ VITALI, M.L., 2014. Equity crowdfunding: la nuova frontiera del capitale di rischio. *Rivista delle società*, 2, pp. 374, 375 e 380.

²⁹⁸ CAGNASSO, O., 2019. Portale online e raccolta del capitale di rischio. In: *X Convegno Annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del diritto commerciale"*, Roma, 22-23 febbraio 2019, p. 17.

dell'investitore *retail*, bisognerà effettuare delle opportune modifiche statutarie in modo da stabilire l'ordine di priorità dei diritti di *exit* dei soci²⁹⁹.

Un problema diffuso nell'*equity crowdfunding* è che spesso gli investitori non esperti finanziano un determinato progetto non sulla base della consapevolezza delle caratteristiche valide o meno di quel determinato progetto, ma sulla base del fatto che quel progetto è stato finanziato da molti altri, tuttavia si può sfruttare questo fenomeno del seguire la massa in tre diversi modi:

- ✓ fornendo delle informazioni non solo sulle somme impiegate dai precedenti investitori, ma anche sulla loro distribuzione individuale (più uno investe e più ha attuato una valida *due diligence*);
- ✓ utilizzare la c.d. “*Due diligence della folla*”, che consiste nel fare domande alla società emittente e le relative risposte possono essere d'aiuto per i successivi potenziali finanziatori;
- ✓ consentire il finanziamento solo a coloro che svolgono in anticipo un'accurata *due diligence*, come ad esempio imporre un investimento minimo ad individuo o consentire l'accesso al portale *web* solo ad investitori esperti³⁰⁰.

Ci sono ulteriori protezioni contrattuali a supporto degli investitori interessati a un progetto di *equity crowdfunding*, i quali sono da valutare attentamente in quanto producono costi maggiori:

- le piattaforme *web* possono vagliare le offerte da parte degli emittenti che vogliono usufruire della piattaforma *online*;
- ammettere nella piattaforma solo quei progetti che sono già supportati da un *business angel*, la quale ha investito denaro e ha preso un ruolo attivo nel valutare la forza dell'affare;
- utilizzare una piattaforma *online* che adotta meccanismi di governance contrattuale utilizzati dai *business angel* e *venture capital*;
- utilizzare da parte del portale *web* una società di progetto, o società veicolo, la quale detiene azioni dell'azienda che usufruisce del *crowdfunding*, mentre gli investitori ricevono dei certificati nella società veicolo;

²⁹⁹ CORSO, S., 2019. S.r.l.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori. *Banca, borsa e titoli di credito*, 72 (6), p. 900.

³⁰⁰ Trad. da ARMOUR, J., ENRIQUES, L., 2017. The promise and perils of crowdfunding: between corporate finance and consumer contracts. *European corporate governance institute*, 366 (9), p. 397.

- prevedere una struttura nella quale la piattaforma *web* ha la titolarità delle azioni delle società finanziate, mentre gli investitori possiedono la proprietà effettiva³⁰¹.

Nel paragrafo 2.1.5 è stato detto che il regolamento Consob aggiornato con la delibera 21110/2019, ha previsto la possibilità di sottoscrizione di obbligazioni e titoli di debito anche a investitori non professionali *retail*, tuttavia a essi non si applica il diritto di recesso in caso di trasferimento del controllo a terzi, in quanto le modifiche negli assetti di controllo dell'emittente non influenzano le obbligazioni, e non è necessaria la figura specifica dell'*Anchor Investor*³⁰², in quanto si presume che gli investitori in strumenti di debito (professionali o particolarmente qualificati) siano capaci di valutare il progetto³⁰³.

Sorgono inoltre dei dubbi in merito all'esercizio del diritto di recesso sull'investimento di strumenti di debito entro sette giorni da parte dell'investitore non professionale *retail*, provocando la chiusura dell'offerta: a contrario dell'*equity*, l'offerente che riceve le somme può subito impiegarle per il perseguimento degli obiettivi sociali, di conseguenza sarebbe opportuno posticipare il momento in cui si perfeziona l'offerta e il relativo trasferimento dei fondi raccolti al settimo giorno successivo all'ultimo ordine di adesione³⁰⁴.

L'altra novità prevista dal Regolamento Consob aggiornato è l'apertura di bacheche elettroniche destinate alla compravendita di quote o azioni di una PMI, consentendo quindi la negoziazione delle partecipazioni sui mercati organizzati: per tutelare maggiormente coloro che acquistano strumenti di *equity* o debito attraverso le bacheche elettroniche, Consob potrebbe valutare di pubblicare su di essi delle informazioni inerenti ai titoli che si offrono (ad es. data o prezzo di acquisizione) sulla base delle transazioni già concluse, in modo tale da consolidare lo storico delle transazioni concluse e valutare il rendimento del titolo nel tempo³⁰⁵. In passato invece non era previsto un mercato secondario dove compravendere le partecipazioni, di

³⁰¹ Trad. da ARMOUR, J., ENRIQUES, L., 2017. *op. cit.* pp. 44, 45 e 46.

³⁰² Si intende quel soggetto qualificato deputato a valutare la bontà del progetto, ovvero incubatori certificati, fondazioni bancarie e investitori a supporto delle piccole e medie imprese. Cfr. CONSOB, 2019. *Modifiche al regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali online. Documento di consultazione* [online], p. 11. Disponibile su: <http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_concluse> [data di accesso: dicembre 2019]

³⁰³ AMATO, G., GIORGI, M.L., 2019. *Regolamento crowdfunding: le novità della consultazione Consob con le proposte di modifica* [online]. Disponibile su: <<http://www.dirittobancario.it/news/capital-markets/regolamento-crowdfunding-le-novità-della-consultazione-consob-con-le-proposte-di-modifica>> [data di accesso: dicembre 2019]

³⁰⁴ AMATO, G., GIORGI, M.L., 2019. *Osservazione alle modifiche proposte da Consob al regolamento Crowdfunding* [online]. Disponibile su: <<http://www.dirittobancario.it/news/capital-markets/osservazioni-alle-modifiche-proposte-da-consob-al-regolamento-crowdfunding>> [data di accesso: dicembre 2019]

³⁰⁵ AMATO, G., GIORGI, M.L., 2019. *op. cit.*

conseguenza si potevano attuare le seguenti soluzioni per facilitare l'uscita dall'investimento effettuato:

- la società offerente può predisporre un *blog* all'interno del portale *web*, in modo tale da far dialogare i diversi soggetti interessati alla compravendita delle azioni o quote;
- se le partecipazioni acquisite sono intestate a una società fiduciaria, quest'ultima potrà cedere le quote a un terzo interessato come un mero atto interno di trasferimento, anche attraverso un portale *web* dedicato, a condizione che l'acquirente abbia dato mandato alla fiduciaria³⁰⁶.

³⁰⁶ POLICARO, G.A., 2019. Lo sviluppo in Italia dell'equity crowdfunding. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti. *Osservatorio del diritto commerciale*, 1 (10), pp. 91 e 92.

CAPITOLO 3

FINTECH E CROWDFUNDING

3.1 Il *fintech*

Con il termine *fintech*, abbreviazione della parola *finance* (finanza) e *technology* (tecnologia), si intende l'utilizzo della tecnologia e dell'informatica per fornire servizi finanziari alternativi a quelli tradizionali, in particolar modo <<*is a type of financial innovation that relies on Information Technology to function, e.g. internet, cloud etc. and that can result in new business models, applications, processes, products, or services with an associated effect on financial markets and institutions and the provisions of financial services*>>³⁰⁷.

Esso copre un'ampia gamma di prodotti e servizi finanziari (*big data, crowdfunding e lending platforms, blockchain, virtual currencies, distributed ledger technology, cybersecurity...*), tuttavia questo capitolo verterà maggiormente sugli aspetti collegati al *crowdfunding*.

Il *fintech* identifica un'articolata attività finanziaria che comporta ai consumatori e alle imprese dei benefici e dei rischi, i quali vengono colmati attraverso la regolamentazione del fenomeno, dal punto di vista normativo e di vigilanza, da parte delle diverse Autorità e Istituzioni³⁰⁸.

Comprendere allo stato attuale questo fenomeno digitale-finanziario risulta necessario in quanto sempre di più la rivoluzione digitale tecnologica è percettibile nella vita odierna, avendo trasformato il settore economico-finanziario³⁰⁹ e il mondo del lavoro, il quale richiede figure professionali collegate al mondo della finanza con competenze digitali non solo di base ma soprattutto specialistiche³¹⁰.

I fattori che contribuiscono a radicare il fenomeno del *fintech* in Europa sono un'adeguata educazione finanziaria da parte dei consumatori e degli investitori e la conseguente fiducia negli strumenti digitali³¹¹. Questi due aspetti citati sono indispensabili inoltre per ottenere una campagna di *equity crowdfunding* di successo e con minori rischi.

³⁰⁷ ARMSTRONG, P., 2016. *Financial Technology: The Regulatory Tipping Points* [online], p. 2. Disponibile su: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1420_financial_technology_the_regulatory_tipping_points_by_patrcik_armstrong_0.pdf> [data di accesso: gennaio 2020]

³⁰⁸ PARACAMPO, M.T., 2017. Introduzione. In: PARACAMPO, M.T., a cura di, 2017. *FINTECH Introduzione ai profili giuridici di un mercato tecnologico dei servizi finanziari*. Torino: G. Giappichelli Editore, p. XV.

³⁰⁹ Come le innovazioni nei modelli di business per le imprese, le nuove modalità di comunicazione ed interazione con il cliente e gli strumenti di prestazione dei servizi finanziari. PARACAMPO, M.T., 2017. FinTech e il mercato unico tecnologico dei servizi finanziari. In: PARACAMPO, M.T., a cura di, 2017. *FINTECH Introduzione ai profili giuridici di un mercato tecnologico dei servizi finanziari*. Torino: G. Giappichelli Editore, p. 2.

³¹⁰ PARACAMPO, M.T., 2017. *op. cit.* p. 2.

³¹¹ PARACAMPO, M.T., 2017. *op. cit.* p. 21.

3.1.1 Benefici e costi

La digitalizzazione dei servizi finanziari contribuisce a ridurre le asimmetrie informative, l'incompletezza dei mercati, le esternalità negative e le distorsioni comportamentali, i quali possono pregiudicare il raggiungimento di un'efficiente allocazione delle risorse e avere effetti distributivi indesiderati: le piattaforme di *crowdfunding*, trasparenti e accessibili all'offerente e all'investitore, sono una risposta ai fenomeni di selezione avversa³¹² e azzardo morale³¹³ che producono il razionamento del credito bancario³¹⁴. Altri vantaggi del *fintech* sono quelli derivanti dall'abbattimento dei costi di transazione, un'offerta di prodotti e servizi più diversificati e personalizzati a costi più contenuti, un aumento della concorrenza e l'abbattimento delle rendite di posizione degli intermediari tradizionali, migliori condizioni di accesso al mercato³¹⁵: con il *crowdfunding* l'emittente offerente ha la possibilità di veder finanziato un determinato progetto attraverso una raccolta di capitali alternativa al credito bancario tradizionale, tramite il portale *web* e le offerte da parte della folla.

D'altra parte ci sono dei rischi da non sottovalutare. Uno di questi è il rischio derivante dall'assunzione di una decisione presa in modo non consapevole: nel caso del *crowdfunding* il gestore, per scongiurare il rischio di un finanziamento non adeguatamente ponderato da parte dell'investitore, deve rendere disponibili in maniera dettagliata, corretta e chiara, tutte quelle informazioni inerenti all'offerta fornite dall'emittente³¹⁶. L'automazione delle negoziazioni può provocare dei rischi operativi per i gestori delle piattaforme, influenzando l'efficienza informativa dei prezzi, la volatilità e la liquidità: nel *crowdfunding* il gestore collocatore di diritto deve attenersi alla disciplina MiFid I e MiFid II e alle regole di condotta contenute in esso³¹⁷. Inoltre la stabilità finanziaria potrebbe addirittura indebolirsi a causa dell'inadeguatezza

³¹² La selezione avversa è una problematica relativa ad una situazione *ex-ante* all'erogazione di un finanziamento, nella quale l'istituto di credito ha difficoltà nel selezionare le imprese sane, con merito creditizio elevato, da quelle rischiose, in quanto non possiede tutte le informazioni per valutare l'affidabilità di colui che richiede il prestito. Cfr. ASSONEB, 2018. *Selezione avversa (enciclopedia)* [online]. Disponibile su: <www.bankpedia.org/index.php/it/127-italian/s/22358-selezione-avversa-enciclopedia> [data di accesso: gennaio 2020]

³¹³ L'azzardo morale si può verificare *ex-post* all'erogazione di un finanziamento, quando una impresa utilizza i prestiti erogati per un determinato progetto in attività più rischiose e con un rendimento atteso più elevato. Per ovviare a questa problematica, l'istituto finanziario può effettuare un'attività di monitoraggio dei progetti che finanzia, allocando tuttavia un costo fisso nei progetti medesimi per l'attività di controllo. Cfr. ASSONEB, 2009. *Azzardo morale (enciclopedia)* [online]. Disponibile su: <www.bankpedia.org/index.php/it/86-italian/a/18592-azzardo-morale-enciclopedia> [data di accesso: gennaio 2020]

³¹⁴ LINCiano, N., SOCCORSO, P., 2017. *FinTech e RegTech: approcci di regolamentazione e di supervisione*. In: PARACAMPO, M.T., a cura di, 2017. *FINTECH Introduzione ai profili giuridici di un mercato tecnologico dei servizi finanziari*. Torino: G. Giappichelli Editore, pp. 28 e 29.

³¹⁵ LINCiano, N., SOCCORSO, P., 2017. *op. cit.* pp. 29 e 30.

³¹⁶ V. paragrafo 2.4.3 di questo elaborato.

³¹⁷ V. paragrafo 2.4.4 di questo elaborato.

degli assetti di *governance*, del rischio di sicurezza informatica e del furto dei dati, così come l'intensificarsi di comportamenti imitativi da parte di coloro che utilizzano algoritmi simili³¹⁸.

Il *fintech* quindi possiede il potenziale nel fornire l'accesso ai servizi finanziari in tutto il mercato UE, abbattere le barriere nazionali e migliorarne l'efficienza, ma per avere questo bisogna ottenere una certa neutralità tecnologica tra servizi tradizionali e *online*, adeguare le regole in misura proporzionale alle diverse attività e garantire inoltre una maggiore integrità per garantire la trasparenza e sicurezza per i consumatori³¹⁹.

3.1.2 Gli interventi delle diverse Autorità

A livello europeo gli interventi sono stati effettuati dalle tre Autorità ESMA, EBA, EIOPA, dalla Commissione europea e dal Parlamento europeo³²⁰. In particolar modo la Commissione europea con i suoi interventi³²¹ ha contribuito a favorire il processo di digitalizzazione, ad aumentare la competitività nel mercato unico UE e a dare un impulso normativo all'innovazione tecnologica nell'ambito dei servizi finanziari, oltre a collaborare con le varie istituzioni finanziarie e di vigilanza europee in modo tale da sviluppare un approccio politico coordinato a sostegno dello sviluppo delle tecnologie finanziarie all'interno di un adeguato contesto normativo³²². Il Parlamento europeo inoltre ha individuato quattro priorità finalizzate a rendere il fenomeno del *fintech* lo strumento ideale per ottenere un Mercato Unico dei Capitali e Digitale: la *Cybersecurity* e protezione dei dati, una legislazione che favorisce l'ingresso e previene gli arbitraggi regolamentari tra stati membri, una interoperabilità dei servizi *fintech* nel territorio UE e un passaporto europeo per i provider di servizi finanziari e infine una promozione dell'educazione finanziaria e delle competenze tecnologiche in modo da ridurre i rischi³²³.

A livello nazionale invece sono intervenuti la Consob e il MEF, oltre all'Antitrust, l'Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni e il Garante della *Privacy*³²⁴.

³¹⁸ LINCiano, N., SOCCORSO, P., 2017. *op. cit.* p. 32.

³¹⁹ COMMISSIONE EUROPEA, 2017. *Piano d'azione riguardante i servizi finanziari destinati ai consumatori: prodotti migliori, maggiore scelta* [online]. Disponibile su: <https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/IP_17_609> [data di accesso: gennaio 2020]

³²⁰ PARACAMPO, M.T., 2017. FinTech e il mercato unico tecnologico dei servizi finanziari. In: PARACAMPO, M.T., a cura di, 2017. *FINTECH Introduzione ai profili giuridici di un mercato tecnologico dei servizi finanziari*. Torino: G. Giappichelli Editore, pp. 13, 15 e 18.

³²¹ Cfr. l'intervento a sostegno della *Strategia per il mercato unico digitale in Europa*, l'intervento finalizzato alla creazione di un Piano d'azione per la creazione della *Capital Markets Union* e il Piano d'azione per i servizi finanziari *retail*. PARACAMPO, M.T., 2017. *op. cit.* p. 15.

³²² PARACAMPO, M.T., 2017. *op. cit.* pp. 15 e 16.

³²³ PARACAMPO, M.T., 2017. *op. cit.* p. 19.

³²⁴ PARACAMPO, M.T., 2017. *op. cit.* p. 20.

3.1.3 La proposta di un Regolamento europeo da parte della Commissione europea

La Commissione europea vede nel *fintech* lo strumento ideale per favorire l'ingresso dei nuovi operatori nel mercato finanziario, avere maggiore concorrenza, ottenere soluzioni più efficienti e una riduzione dei costi per imprese e investitori, in modo da raggiungere gli obiettivi previsti dal Mercato Unico dei Capitali e dal Mercato Unico Digitale: in particolar modo il *crowdfunding* fornisce un incentivo all'innovazione, la creazione di *startup* e delle società non quotate³²⁵.

Di conseguenza a marzo 2018 la Commissione europea ha presentato una proposta di regolamento a livello europeo in tema di *crowdfunding* con quattro diverse alternative: è stata considerata in modo favorevole l'opzione che prevede la creazione di un regime europeo al quale le piattaforme avrebbero potuto aderire in misura opzionale, utilizzabile perlopiù da piattaforme di prestiti o di investimenti in valori mobiliari che operano *cross-border*³²⁶, lasciando l'operatività delle piattaforme solo a livello nazionale con il relativo regime nazionale³²⁷.

Questa disciplina europea possiede dei limiti precisi:

- si applica solo agli operatori di piattaforme che promettono un ritorno economico all'investitore per l'utilizzo di denaro con riferimento a prestiti e valori mobiliari (quindi si applica anche alle piattaforme *equity*);
- si applica agli operatori di *crowdfunding* che forniscano il servizio di concessione di prestiti e/o collocamento senza garanzia di valori mobiliari emessi da portatori di progetti e la ricezione e trasmissione di ordini inerenti valori mobiliari;
- possono essere effettuate delle offerte inerenti singoli progetti attraverso i portali *web* per un corrispettivo massimo di € 1 milione nell'arco di 12 mesi;
- vengono esclusi i servizi forniti ai consumatori;
- non si può aggiungere all'autorizzazione a compiere servizi di *crowdfunding* rilasciata sulla base di una disciplina nazionale o con quella da impresa di investimento³²⁸.

³²⁵ MACCHIAVELLO, E., 2018. *La proposta della Commissione Europea di un Regolamento in materia di crowdfunding* [online], p. 1. Disponibile su: <<http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/la-proposta-della-commissione-europea-di-un-regolamento-materia-di-crowdfunding>> [data di accesso: gennaio 2019]

³²⁶ Per operazione *cross border* si intende <<una transazione che implica l'acquisto e la vendita di strumenti finanziari negoziati in mercati non domestici oppure la partecipazione di controparti residenti in Paesi diversi>>. IL SOLE 24 ORE, 2016. *Cross border* [online]. Disponibile su: <<https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/cross-border.html>> [data di accesso: gennaio 2020]

³²⁷ MACCHIAVELLO, E., 2018. *op. cit.* p. 2.

³²⁸ MACCHIAVELLO, E., 2018. *op. cit.* pp. 3 e 4.

Gli operatori di *crowdfunding* hanno inoltre degli obblighi:

- ✓ devono agire con onestà, correttezza e professionalità;
- ✓ devono prevenire i conflitti di interesse e non potranno ricevere benefici volti a indurre i clienti a scegliere determinati progetti;
- ✓ devono adottare adeguate politiche e procedure in modo tale da assicurare l'effettiva e prudente gestione, i reclami e l'*outsourcing*;
- ✓ non devono detenere i fondi dei clienti, mentre i trasferimenti di denaro e i pagamenti dovranno avvenire attraverso un istituto di pagamento autorizzato;
- ✓ devono comunicare ai potenziali clienti in maniera chiara, comprensibile, completa e corretta, le informazioni sui costi, le condizioni, la natura e i rischi dei servizi di *crowdfunding*;
- ✓ devono sottoporre agli investitori un test di appropriatezza, oltre a fornire agli stessi la possibilità di utilizzare un sistema per simulare la loro capacità di sopportare le perdite;
- ✓ devono fornire ai clienti un documento informativo contenente una serie di avvertimenti, le informazioni in merito alla piattaforma e ad ogni specifica offerta;
- ✓ di conservazione dei documenti e il *marketing*³²⁹.

Questa proposta di un regolamento europeo in tema di *crowdfunding* si distingue per i seguenti aspetti:

- cerca di rendere omogenea la disciplina a livello europeo in materia di prestiti, investimenti e finanziamenti;
- i gestori delle piattaforme si limiterebbero a un'attività di intermediazione;
- è consentito alle piattaforme che operano in territorio nazionale di sottostare alla meno restrittiva normativa europea rispetto alla normativa nazionale;
- in fase autorizzativa vengono imposti degli obblighi informativi, degli avvertimenti, delle misure organizzative e di prevenzione di conflitti di interesse, oltre alla vigilanza effettuata dall'ESMA e le precauzioni previste dalla disciplina dei servizi di pagamento;
- viene precluso il coinvolgimento delle imprese di investimento, lasciando l'operatività agli operatori specializzati nel *crowdfunding*³³⁰.

3.1.4 La regolamentazione del *fintech*

La tipologia di regolamentazione intrapresa per il *fintech* da parte della Commissione europea e dal Parlamento europeo è quella flessibile, basata sugli approcci o per soggetti o per

³²⁹ MACCHIAVELLO, E., 2018. *op. cit.* pp. 5 e 6.

³³⁰ MACCHIAVELLO, E., 2018. *op. cit.* pp. 6 e 7.

attività/neutralità tecnologica (stessa attività corrisponde a uguali regole): per le startup innovative sarebbe preferibile una regolamentazione basata sull'approccio per soggetti, in modo tale da avere minori oneri di *compliance* e maggiori risorse da destinare alla sostenibilità del *business*, mentre per le imprese già consolidate sarebbe preferibile un approccio basato sulle attività, e quindi sulle regole, in modo da soddisfare la certezza nell'interpretazione delle norme, destinando le risorse alle imprese maggiormente meritevoli in tal senso³³¹. Con riferimento al *crowdfunding* la Commissione europea ha deciso di regolare il fenomeno solo a seguito di un adeguato monitoraggio dell'andamento del medesimo, in modo tale da avere degli elementi di valutazione sufficienti per orientare l'azione normativa e di vigilanza³³².

Il raggiungimento di un mercato unico dei servizi finanziari è frenato tuttavia da una differente regolamentazione all'interno dei singoli paesi europei la quale genera incertezze applicative e da approcci nazionali a sostegno dell'innovazione non omogenei a livello europeo: per ovviare a questa problematica sono stati previsti degli accordi di cooperazione e di condivisione delle informazioni siglati da alcuni paesi membri, così come delle ricognizioni e consultazioni pubbliche promosse dalle istituzioni sovranazionali³³³.

Nel secondo semestre del 2019 l'Autorità bancaria europea (EBA), l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) e l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA) hanno pubblicato dei *report* che verificano l'utilizzo dei principi di proporzionalità e flessibilità da parte delle diverse autorità nazionali in sede di autorizzazione delle imprese *fintech* e l'applicazione della legislazione sui servizi finanziari, per comprendere se è necessario attuare delle *best practices* o raccomandazioni in materia³³⁴.

E' stato riscontrato che le autorità nazionali autorizzano l'attività finanziaria senza effettuare distinzioni tra i diversi modelli di *business* sulla base del principio di neutralità tecnologica, facendo rientrare ogni modello nelle regole europee esistenti; sorgono tuttavia problematiche su quelle fattispecie più innovative che si trovano in un limbo regolamentare (ad es. il *crowdfunding*) o altre fattispecie che sono in attesa di avere un inquadramento giuridico condiviso (ad es. ICO)³³⁵.

³³¹ LINCiano, N., SOCCORSO, P., 2017. FinTech e RegTech: approcci di regolamentazione e di supervisione. In: PARACAMPO, M.T., a cura di, 2017. *FINTECH Introduzione ai profili giuridici di un mercato tecnologico dei servizi finanziari*. Torino: G. Giappichelli Editore, p. 35.

³³² LINCiano, N., SOCCORSO, P., 2017. *op. cit.* p. 36.

³³³ LINCiano, N., SOCCORSO, P., 2017. *op. cit.* pp. 38 e 39.

³³⁴ PARACAMPO, M.T., 2019. *Fintech, modelli di business alternativi e regimi di autorizzazione: il responso delle autorità europee* [online]. Disponibile su: <<http://dirittobancario.it/news/fintech/fintech-modelli-di-business-innovativi-e-regimi-di-autorizzazione-il-responso-delle-autorità-europee>> [data di accesso: gennaio 2019]

³³⁵ PARACAMPO, M.T., 2019. *op. cit.*

E' stata riscontrata una intensa attività legislativa nazionale nel regolamentare le imprese *fintech* che erogano servizi di natura finanziaria (vedi ad es. il *crowdfunding*), mentre per le altre imprese *fintech* che erogano servizi di natura accessoria non è necessaria una autorizzazione regolamentare; è stata evidenziata inoltre la necessità di incorporare i principi di proporzionalità e flessibilità nel *framework* europeo, legislativo e regolamentare, ponendo la necessità di intervenire nel *crowdfunding*, attraverso delle raccomandazioni³³⁶.

3.2 L'*Initial Coin Offering* (ICO) e i *token*

Nel paragrafo 2.2 è stato detto che un'operazione di *equity crowdfunding* risulta una piccola operazione in borsa, in quanto può essere considerata come una *Initial Public Offering* (IPO) effettuata su un portale *web*, dove l'investitore sottoscrive dei titoli aventi un prezzo basato sul valore della quota di *equity* offerta³³⁷.

Le tempistiche e la modalità di collocamento di una IPO tradizionale non sono istantanee e facili in quanto per poter accedere al mercato primario la società deve ricevere un nulla osta da parte della Consob, individuare un intermediario che promuoverà l'offerta e precisare il numero di azioni e il prezzo da offrire³³⁸.

Nel paragrafo 2.3 inoltre è stato ribadito il concetto che le campagne di *equity crowdfunding* hanno per oggetto strumenti finanziari rappresentativi del capitale di rischio (e di debito da ottobre 2019).

Il *crowdfunding* è stato inoltre l'apripista per la diffusione dei *token*³³⁹ emessi in contesti di *Initial Coin Offering* (ICO)³⁴⁰, ovvero operazioni effettuate da un emittente individuale con la finalità di raccogliere capitali sul mercato, necessari per il lancio di nuovi progetti imprenditoriali, *start up*, e nuovi servizi collegati o meno alla tecnologia, possedendo delle affinità con gli strumenti finanziari³⁴¹. Tuttavia essi possono essere utilizzati come strumenti

³³⁶ PARACAMPO, M.T., 2019. *op. cit.*

³³⁷ FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019. *L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari* [online], p. 8. Disponibile su: <<https://fondazionenazionalecommercialisti.it/node/1383>> [data di accesso: settembre 2019]

³³⁸ SESANA, J., 2018. IPO e ICO a confronto. *Fintastico* [online]. Disponibile su: <<https://www.fintastico.com/it/blog/ipo-ico-confronto/>> [data di accesso gennaio 2020]

³³⁹ Per *token* si intende una certa quantità di valuta che può essere trasferita ad altri utenti. Cfr. SESANA, J., 2018. *op. cit.*

³⁴⁰ Il successo delle operazioni di ICO sono legate allo sviluppo di efficienti mercati secondari, in grado di offrire una liquidità accettabile. Inoltre la fase di emissione del *token* non può differire dalla fase che si presenta nel mercato secondario. Cfr. ANNUNZIATA, F., 2019. La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni elettroniche, pp. 11 e 12. In: *X Convegno Annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del diritto commerciale"*, Roma, 22-23 febbraio 2019.

³⁴¹ ANNUNZIATA, F., 2019. *op. cit.* pp. 5 e 6.

per corrispondere il prezzo di una prestazione o di un bene, avendo quindi affinità con i mezzi di pagamento³⁴².

L'approccio *top down* con riferimento alle *trading venues*³⁴³ permette di qualificare il *token*: il *token* finanziario rientra tra gli strumenti finanziari ai sensi della MiFid II se dotato del requisito della negoziabilità, essendo lo stesso assimilabile a strumenti di *equity* o di debito³⁴⁴, mentre il *token* non finanziario può essere considerato uno strumento finanziario ai sensi della MiFid II, e quindi un prodotto finanziario, nel momento in cui esso viene scambiato su un luogo di contrattazione riconosciuto³⁴⁵.

Tuttavia le ICO possono comportare frodi e rischi di *cyber* sicurezza per gli investitori: i gestori delle piattaforme di *crowdfunding*, intenzionati a lanciare degli ICO sui loro portali, potranno farlo se la raccolta degli stessi sarà inferiore alla soglia massima di 8 milioni di euro, se verranno rispettate le previsioni del Regolamento europeo sul *crowdfunding* e se non si tratti di *private placement*³⁴⁶. Questo è quanto previsto dal “Regolamento europeo sul *crowdfunding*” pubblicato ad agosto 2018 dalla Commissione europea, in revisione della bozza di marzo dello stesso anno.

A marzo 2019 la Consob ha sottoposto a consultazione pubblica, denominata “Documento per consultazione sulle offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività”, una proposta per regolamentare le ICO attraverso le piattaforme di *equity crowdfunding*: la Consob ritiene che <<le offerte primarie di cripto-attività (*token*) hanno significativi elementi di similitudine con le offerte pubbliche di strumenti e prodotti finanziari e che per le loro caratteristiche meritano un corpo normativo particolare che ne regolamenti l'intero ciclo di vita>>³⁴⁷. La Consob evidenzia che i tratti distintivi della cripto-attività consistono nell'impiego di tecnologie innovative, con incorporazione dei diritti degli investitori nei *token* e nella loro successiva negoziazione; sono i gestori di portali di *equity crowdfunding* coloro che forniscono l'assistenza migliore nella realizzazione delle offerte di cripto-attività agli investitori; per quanto riguarda i mercati secondari dove i *token* vengono scambiati, viene prevista la possibilità che solo le

³⁴² ANNUNZIATA, F., 2019. *op. cit.* p. 8.

³⁴³ Per *trading venues* si intende: 1) il sistema multilaterale di negoziazione [...] 2) un sistema organizzato di negoziazione [...] 3) la sede di negoziazione [...]. Cfr. TUF, art. 1, co. 5-*octies*.

³⁴⁴ Cfr. TUF, All. 1, Sez. C, 1).

³⁴⁵ ANNUNZIATA, F., 2019. *op. cit.* pp. 13, 14, 16 e 17.

³⁴⁶ S.n. *Regolamento europeo sul crowdfunding (ECSP) – Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese* [online]. Disponibile su: <<https://www.crowd-funding.cloud/it/regolamento-europeo-sul-crowdfunding-ecsp-regolamento-relativo-ai-fornitori-europei-di-servizi-di-crowdfunding-per-le-imprese-1289.asp>> [data di accesso: gennaio 2020]

³⁴⁷ S.n. 2019. Consob pubblica una proposta per regolamentare le ICO in Italia. *Crowdfunding Buzz* [online]. Disponibile su <<http://crowdfundingbuzz.it/consob-pubblica-una-proposta-per-regolamentare-le-ico-in-italia>> [data di accesso: gennaio 2020]

cripto-attività che abbiano oggetto di offerta al pubblico attraverso una o più piattaforme possono essere ammesse agli scambi, così come la possibilità dell'iscrizione del sistema di scambi di cripto-attività in un apposito registro della Consob³⁴⁸.

A gennaio 2020 la Consob ha pubblicato un resoconto finale sulle cripto-valute e ICO, denominato “Rapporto finale sulle offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività”, il quale fornisce la definizione di cripto-asset e regola le piattaforme, *exchange* e custodia. Vengono definite le cripto-attività come quelle attività << [...] consistenti nella rappresentazione digitale di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali, emesse, conservate e trasferite mediante tecnologie basate su registri distribuiti, nonché negoziate o destinate a essere negoziate in uno o più sistemi di scambi>>³⁴⁹. Le cripto-attività possono essere negoziate all'interno di uno o più sistemi di scambi, dove ai fini della trasparenza la Consob propone la pubblicazione di un documento iniziale per l'offerta con informazioni minime sull'operazione, sulle cripto-attività e sulle piattaforme di *exchange* su cui esse verranno negoziate, oltre alla pubblicazione di aggiornamenti annuali del *white paper*³⁵⁰ e straordinari dello stesso nel caso in cui eventi eccezionali mutino la ICO; mentre il gestore interviene a livello tecnologico solo in fase di lancio dell'offerta, con la previsione a livello normativo di obblighi minimi di validazione e certificazione dei protocolli tecnologici e la verifica di questi obblighi da parte di sponsor tecnologici, le fasi di sottoscrizione e collocamento saranno gestite in modo automatizzato attraverso *smart contract*³⁵¹. Per quanto riguarda le piattaforme di scambio esse dovranno soddisfare specifici requisiti in materia di *compliance*, *business continuity*, *due diligence*, monitoraggio delle transazioni, informazioni sulle cripto-attività e di *cybersecurity*, necessari per l'iscrizione e la permanenza nel registro della Consob; sui sistemi di scambio registrati presso la Consob potrà essere effettuata anche una *Initial Exchange Offering* (IEO)³⁵², cioè un modello alternativo di offerta di token³⁵³. Infine, per quanto riguarda i servizi di portafoglio digitale che consentono la custodia e il trasferimento del *token* per conto terzi

³⁴⁸ S.n. 2019. *op. cit.*

³⁴⁹ CONSOB, 2020. *Rapporto finale sulle offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività* [online], pp. 6 e 7. Disponibile su: <http://www.consob.it/documents/46180/46181/ICOs_rapp_fin_20200102.pdf/70466207-edb2-4b0f-ac35-dd8449a4baf1> [data di accesso: gennaio 2020]

³⁵⁰ Il *white paper* è quel documento che viene pubblicato nel momento in cui viene lanciata una nuova ICO, il quale spiega tecnicamente l'applicazione del progetto, con le relative caratteristiche, utilità e vantaggi, oltre a presentare il team e gli obiettivi da raggiungere, in modo tale da comprendere la bontà dell'investimento. Cfr. CLEMENTE, G., 2019. *Che cos'è un white paper* [online]. Disponibile su: <<http://www.gammanews.it/whats/che-cose-un-white-paper>> [data di accesso: gennaio 2020]

³⁵¹ MAGRI, V., 2020. Consob rilascia una proposta per regolamentare le criptoattività dopo una consultazione pubblica. *Crowdfunding Buzz* [online]. Disponibile su: <<http://www.crowdfundingbuzz.it/consob-propone-una-normativa-sulle-criptoattività/>> [data di accesso: gennaio 2020]

³⁵² Questa modalità prevede che l'offerente raccolga capitali presso il pubblico offrendo in vendita i *token* direttamente su un *exchange*. Cfr. MAGRI, V., 2020. *op. cit.*

³⁵³ MAGRI, V., 2020. *op. cit.*

(*wallet*), Consob suggerisce di istituire un registro per gli scambi di cripto-attività e un registro per i fornitori di servizi di portafoglio digitale³⁵⁴.

³⁵⁴ MAGRI, V., 2020. *op. cit.*

CONCLUSIONE

Il contenuto di questo elaborato ha mostrato come il fenomeno di finanziamento di un'impresa s.r.l. attraverso piattaforme *online*, ha vissuto nel corso degli ultimi anni un vero e proprio *boom*, dimostrandosi un valido strumento finanziario alternativo a quello tradizionale bancario.

In Italia la disciplina è stata legiferata inizialmente nel 2012, per poi vedere numerose modifiche alla legge primaria e al regolamento nel corso degli anni successivi, prevedendo infine la fruizione *dell'equity crowdfunding* alla totalità delle imprese italiane. L'apertura al mercato secondario dove possono essere smobilizzati gli investimenti fatti rappresenta un ulteriore passo che contribuisce all'utilizzo della finanza alternativa, in modo da ridurre parzialmente l'illiquidità e l'incertezza sui ritorni economici. Nonostante un apparato normativo ingente, l'utilizzo di questo strumento è conveniente per tutti gli attori coinvolti.

Negli anni passati i maggiori ostacoli a livello nazionale nella fruizione del fenomeno, oltre a quelli causati dalla normativa, erano basati sulla scarsa familiarità del *web*, oltre a una incerta preparazione e alle tecniche di vendita multimediale: allo stato attuale l'Italia, pur essendo ancora una nazione prettamente anziana, ha sempre più dimestichezza e confidenza con gli strumenti tecnologici e finanziari e i dati dello sviluppo dell'*equity crowdfunding* degli ultimi anni lo confermano. Inoltre l'introduzione recente a livello europeo di una regolamentazione in campo *fintech*, e a livello italiano in tema di cripto-attività (*token*), permette di estendere ulteriormente l'utilizzo e la crescita dello strumento.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

ACCETTELLA, F., CIOCCA, N., 2017. Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding. *Giurisprudenza commerciale*, 44 (2).

ADONOPOULOS, G., 2018. *CrowdFundMe: le storie crowdfunding di maggior successo* [online]. Disponibile su: <<https://www.money.it/CrowdFundMe-le-campagne-crowdfunding-di-maggior-successo>> [data di accesso: gennaio 2020]

ADONOPOULOS, G., 2019. *Equity crowdfunding: agevolazioni fiscali e incentivi* [online]. Disponibile su: <<https://www.money.it/Equity-Crowdfunding-agevolazioni-fiscali-incentivi-2019>> [data di accesso: novembre 2019]

ALLEGRENI, F., 2019. Da oggi le PMI potranno collocare titoli di debito e obbligazioni su portali di equity crowdfunding. *Crowdfunding Buzz* [online]. Disponibile su: <<http://www.crowdfundingbuzz.it/da-oggi-le-pmi-potranno-collocare-titoli-di-debito-e-obbligazioni-sui-portali-di-equity-crowdfunding/>> [data di accesso: ottobre 2019]

ALVISI, P., 2014. Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico. *Rivista di diritto bancario*, 3.

AMATO, G., GIORGI, M.L., 2019. *Osservazione alle modifiche proposte da Consob al regolamento crowdfunding* [online]. Disponibile su: <<http://www.dirittobancario.it/news/capital-markets/osservazioni-alle-modifiche-proposte-da-consob-al-regolamento-crowdfunding>> [data di accesso: dicembre 2019]

AMATO, G., GIORGI, M.L., 2019. *Regolamento crowdfunding: le novità della consultazione Consob con le proposte di modifica* [online]. Disponibile su: <<http://www.dirittobancario.it/news/capital-markets/regolamento-crowdfunding-le-novita-della-consultazione-consob-con-le-proposte-di-modifica>> [data di accesso: dicembre 2019]

ANNUNZIATA, F., 2019. La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni elettroniche. In: *X Convegno Annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del diritto commerciale"*, Roma, 22-23 febbraio 2019.

ARMOUR, J., ENRIQUES, L., 2017. The promise and perils of crowdfunding: between corporate finance and consumer contracts. *European corporate governance institute*.

ARMSTRONG, P., 2016. *Financial Technology: The Regulatory Tipping Points* [online]. Disponibile su: <<http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016->

1420_financial_technology_the_regulatory_tipping_points_by_patrick_armstrong_0.pdf>
[data di accesso: gennaio 2020]

ASSONEB, 2009. *Azzardo morale (enciclopedia)* [online]. Disponibile su:
<www.bankpedia.org/index.php/it/86-italian/a/18592-azzardo-morale-enciclopedia> [data di
accesso: gennaio 2020]

ASSONEB, 2018. *Selezione avversa (enciclopedia)* [online]. Disponibile su:
<www.bankpedia.org/index.php/it/127-italian/s/22358-selezione-avversa-enciclopedia> [data
di accesso: gennaio 2020]

BARBAROSSA, S. 2013. *Startup innovative* [online]. Disponibile su:
<http://www.studiopaa.com/DWN/downloads/Start%20Up%20Innovative_C207.pdf> [data di
accesso: ottobre 2019]

BEBEEZ, 2018. *Equity crowdfunding in Italia. Previsioni di crescita di un modello dirompente
di finanza alternativa* [online]. Disponibile su: <[https://bebeez.it/files/2018/10/Equity-
Crowdfunding-in-Italia-Previsioni-2018-2020.pdf](https://bebeez.it/files/2018/10/Equity-Crowdfunding-in-Italia-Previsioni-2018-2020.pdf)> [data di accesso: dicembre 2019]

BINACCHI, A., GALLI, A., 2014. *Le startup innovative* [online]. Disponibile su:
<[https://www.odcec.mi.it/Ordine/Iscritti/Commissioni_consultive/Commissioni_dell_Ordine/
Commissione_Startup/quaderno-56](https://www.odcec.mi.it/Ordine/Iscritti/Commissioni_consultive/Commissioni_dell_Ordine/Commissione_Startup/quaderno-56)> [data di accesso: settembre 2019]

BUTTUS, S., 2019. L'equity crowdfunding e le agevolazioni fiscali all'innovazione. *Rivista di
diritto tributario*, 16/8/2019.

CAGNASSO, O., 2019. Portale online e raccolta del capitale di rischio. In: *X Convegno
Annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale
"Orizzonti del diritto commerciale"*, Roma, 22-23 febbraio 2019.

CARATTOZZOLO, R., 2017. L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle
imprese: l'equity crowdfunding. In: PARACAMPO, M.T., a cura di, 2017. *FINTECH
Introduzione ai profili giuridici di un mercato tecnologico dei servizi finanziari*. Torino: G.
Giappichelli Editore.

CHEROWBRIER, J., 2019. *Crowdfunding in Europe* [online]. Disponibile su:
<<https://www.statista.com/topics/3372/crowdfunding-in-europe/>> [data di accesso: novembre
2019]

CIAN, M., 2015. Società start-up innovative e PMI innovative. *Giurisprudenza commerciale*,
42 (6).

CIAN, M., 2018. S.r.l. PMI, s.r.l., S.p.A.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema. *Rivista delle società*, 4.

CLEMENTE, G., 2019. *Che cos'è un white paper* [online]. Disponibile su: <<http://www.gammanews.it/whats/che-cose-un-white-paper>> [data di accesso: gennaio 2020]

CNDCEC, CONSOB, 2016. *L'equity-crowdfunding. Position paper* [online]. Disponibile su: <<https://oldsite.commercialisti.it/Portal/News/NewsDetail.aspx?id=12967887-fe8f-4147-a286-5296bdc975a7>> [data di accesso: settembre 2019]

COMMISSIONE EUROPEA, 2012. *Innovation Union Scoreboard 2011* [online]. Disponibile su: <https://ec.europa.eu/eip/ageing/library/innovation-union-scoreboard-2011_en> [data di accesso: novembre 2019]

COMMISSIONE EUROPEA, 2015. *Il crowdfunding. Cos'è. Una guida per le piccole e medie imprese* [online]. Disponibile su: <<https://ec.europa.eu>> [data di accesso: settembre 2019]

COMMISSIONE EUROPEA, 2017. *Piano d'azione riguardante i servizi finanziari destinati ai consumatori: prodotti migliori, maggiore scelta* [online]. Disponibile su: <https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/IP_17_609> [data di accesso: gennaio 2020]

CONSOB, 2019. *Modifiche al regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali online. Documento di consultazione* [online]. Disponibile su: <http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_concluse> [data di accesso: dicembre 2019]

CONSOB, 2020. *Rapporto finale sulle offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività* [online]. Disponibile su: <http://www.consob.it/documents/46180/46181/ICOs_rapp_fin_20200102.pdf/70466207-edb2-4b0f-ac35-dd8449a4baf1> [data di accesso: gennaio 2020]

CORSO, S., 2019. S.r.l.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori. *Banca, borsa e titoli di credito*, 72 (6).

CUCCHIARATO, G., 2016. *L'equity crowdfunding dopo la legge di stabilità 2017* [online]. Disponibile su: <<http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/l-equity-crowdfunding-dopo-la-legge-di-stabilita-2017>> [data di accesso: settembre 2019]

CUSA, E., 2019. Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari. *Rivista delle società*, 4.

DE LUCA, R., 2015. *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità* [online]. Disponibile su: <<https://www.fondazione nazionalecommercialisti.it/node/846>> [data di accesso: settembre 2019]

FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019. *L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari* [online]. Disponibile su: <<https://www.fondazione nazionalecommercialisti.it/node/1383>> [data di accesso: settembre 2019]

FREGONARA, E., 2014. Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative. In: *V Convegno Annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del diritto commerciale"*, Roma, 21-22 febbraio 2014.

FREGONARA, E., 2016. L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start-up innovative. *Giurisprudenza italiana*, 10.

GUACCERO, A., 2014. La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding. *Banca, borsa e titoli di credito*, 67 (6).

IL SOLE 24 ORE, 2016. *Cross border* [online]. Disponibile su: <<https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/cross-border.html>> [data di accesso: gennaio 2020]

IL SOLE 24 ORE, 2019. *Novità crowdfunding: in consultazione una proposta di modifica al regolamento Consob* [online]. Disponibile su: <<https://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2019-06-24/novita-crowdfunding-consultazione-proposta-modifica-regolamento-consob-122655.php>> [data di accesso: gennaio 2020]

IOSIO, C. e VALENTINUZ, G., 2016. *Fare impresa con il crowdfunding*. Milano: Ipsoa.

IOVIENO, C., 2016. Il portale nell'equity crowdfunding: un nuovo gatekeeper? Un'analisi alla luce della regolamentazione italiana e statunitense. *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 1.

KICKSTARTER, *FAQ* [online] Disponibile su: <<https://help.kickstarter.com/hc/en-us/categories/115000499013-Kickstarter-basics>> [data di accesso: ottobre 2019]

KICKSTARTER, *Terms of Use* [online] Disponibile su: <<https://www.kickstarter.com/terms-of-use>> [data di accesso: ottobre 2019]

LANGEVOORT, D., 1985. Information technology and the structure of securities regulation. *Harvard law review*, 98 (4).

LINCIANO, N., SOCCORSO, P., 2017. FinTech e RegTech: approcci di regolamentazione e di supervisione. In: PARACAMPO, M.T., a cura di, 2017. *FINTECH Introduzione ai profili giuridici di un mercato tecnologico dei servizi finanziari*. Torino: G. Giappichelli Editore.

MAC, A., 2019. Equity crowdfunding, in 6 mesi raccolti 25,4 milioni di euro. *Il sole 24 ore* [online]. Disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/equity-crowdfunding-6-mesi-raccolti-254-milioni-euro-ACAGLTV?refresh_ce=1> [data di accesso: ottobre 2019]

MACCAFERRI, A., 2019. Il crowdfunding raddoppia in un anno e arriva a 245 milioni. *Il sole 24 ore* [online]. Disponibile su: <<https://www.ilsole24ore.com/art/il-crowdfunding-raddoppia-un-anno-e-arriva-245-milioni-AFDiUmD>> [data di accesso: settembre 2019]

MACCHIAVELLO, E., 2018. *La proposta della Commissione Europea di un Regolamento in materia di crowdfunding* [online]. Disponibile su: <<http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/la-proposta-della-commissione-europea-di-un-regolamento-materia-di-crowdfunding>> [data di accesso: gennaio 2020]

MAGRI, V., 2020. Consob rilascia una proposta per regolamentare le criptoattività dopo una consultazione pubblica. *Crowdfunding Buzz* [online]. Disponibile su: <<http://www.crowdfundingbuzz.it/consob-propone-una-normativa-sulle-criptoattivita/>> [data di accesso: gennaio 2020]

MANCINI, F., 2019. *Finanza alternativa: il mondo del credito è più integrato* [online]. Disponibile su: <<https://www.prestitionline.it/news-prestiti/finanza-alternativa-il-mondo-del-credito-e-piu-integrato-00028710.asp>> [data di accesso: gennaio 2020]

MARGARIA, R., ARDIZZONE, L., 2017. *L'equity crowdfunding in Italia a seguito dell'emanazione del Decreto Legge 24 aprile 2017, n. 50* [online]. Disponibile su: <<https://www.nctm.it/news/articoli/lequity-crowdfunding-in-italia-a-seguito-dellemanazione-del-decreto-legge-24-aprile-2017-n-50>> [data di accesso: ottobre 2019]

OPSTART, 2015. *Guida smart all'equity crowdfunding* [online]. Disponibile su: <https://www.opstart.it/wp-content/uploads/2016/03/OPSTART_GUIDA-ALLEQUITY-CROWDFUNDING.pdf> [data di accesso: settembre 2019]

PARACAMPO, M.T., 2017. FinTech e il mercato unico tecnologico dei servizi finanziari. In: PARACAMPO, M.T., a cura di, 2017. *FINTECH Introduzione ai profili giuridici di un mercato tecnologico dei servizi finanziari*. Torino: G. Giappichelli Editore.

PARACAMPO, M.T., 2017. Introduzione. In: PARACAMPO, M.T., a cura di, 2017. *FINTECH Introduzione ai profili giuridici di un mercato tecnologico dei servizi finanziari*. Torino: G. Giappichelli Editore.

PARACAMPO, M.T., 2019. *Fintech, modelli di business alternativi e regimi di autorizzazione: il responso delle autorità europee* [online]. Disponibile su: <<http://www.dirittobancario.it/news/fintech/fintech-modelli-di-business-innovativi-e-regimi-di-autorizzazione-il-responso-delle-autorita-europee>> [data di accesso: gennaio 2020]

PAVAN, A., 2018. *Il Crowdfunding, cambia il modo tradizionale di fare impresa*. Padova: Cedam.

POLICARO, G.A., 2019. Lo sviluppo in Italia dell'equity crowdfunding. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti. *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 1 (10).

POLITECNICO DI MILANO, 2017. *Osservatorio crowdfunding. 2^o Report Italiano sul CrowdInvesting* [online]. Disponibile su: <<http://www.osservatoriominibond.it/portal/minibond/documenti;jsessionid=ACC5D99C7F213D955FED827EE8775464>> [data di accesso: novembre 2019].

POLITECNICO DI MILANO, 2019. *Osservatorio crowdfunding. 4^o Report Italiano sul CrowdInvesting* [online]. Disponibile su: <<http://www.osservatoriominibond.it/portal/minibond/documenti;jsessionid=ACC5D99C7F213D955FED827EE8775464>> [data di accesso: novembre 2019].

PORTOLANO, A., 2018. *Le modifiche alla normativa in materia di equity crowdfunding* [online]. Disponibile su <<http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/le-modifiche-alla-normativa-materia-di-equity-crowdfunding>> [data di accesso: ottobre 2019]

RIZZO, S., 2014. Intermediari finanziari ed equity crowdfunding: profili di compliance. *Rivista della regolazione dei mercati*, 2.

S. n. 2017. Glass to Power. *Crowdfunding Buzz* [online]. Disponibile su: <<http://www.crowdfundingbuzz.it/ecf-pitches/glass-to-power>> [data di accesso: gennaio 2020]

- S. n. 2019. Consob pubblica una proposta per regolamentare le Ico in Italia. *Crowdfunding Buzz* [online]. Disponibile su: <<http://www.crowdfundingbuzz.it/consob-pubblica-una-proposta-per-regolamentare-le-ico-in-italia>> [data di accesso: gennaio 2020]
- S.n. *Breve storia del crowdfunding* [online]. Disponibile su: <<https://www.crowdfunding.cloud/it/breve-storia-del-crowdfunding-223.asp>> [data di accesso: novembre 2019]
- S.n. *GLASS TO POWER* [online]. Disponibile su: <<https://www.crowfundme.it/projects/glass-to-power/>> [data di accesso: gennaio 2020]
- S.n. *GLASS TO POWER 2* [online]. Disponibile su: <<https://www.crowfundme.it/projects/glass-to-power-2/>> [data di accesso: gennaio 2020]
- S.n. *Innovation Union Scoreboard* [online]. Disponibile su: <<https://www.apre.it/innovation-union/innovation-union-scoreboard/>> [data di accesso: novembre 2019]
- S.n. *Regolamento europeo sul crowdfunding (ECSP) – Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese* [online]. Disponibile su: <<https://www.crowd-funding.cloud/it/regolamento-europeo-sul-crowdfunding-ecsp-regolamento-relativo-ai-fornitori-europei-di-servizi-di-crowdfunding-per-le-imprese-1289.asp>> [data di accesso: gennaio 2020]
- S.n., 2008. *La classificazione della clientela secondo la Mifid* [online]. Disponibile su: <<https://www.professionefinanza.com/la-classificazione-della-clientela-secondo-la-mifid/>> [data di accesso: gennaio 2020]
- S.n., 2018. *Concluso con successo l'aumento di capitale di Glass to Power. Grazie al crowdfunding raccolti 2,250 milioni di euro da 500 nuovi investitori* [online]. Disponibile su: <<https://www.glasstopower.com/g2p/concluso-successo-laumento-capitale-glass-to-power-grazie-al-crowdfunding-raccolti-2250-milioni-euro-500-nuovi-investitori/>> [data di accesso: gennaio 2020]
- S.n., 2019. *I soci* [online]. Disponibile su: <<https://www.glasstopower.com/g2p/pages/soci/>> [data di accesso: gennaio 2020]
- SANTORO, V., TONELLI, E., 2014. Equity crowdfunding ed imprenditorialità innovativa. *Rivista di diritto bancario*, 2.
- SESANA, J., 2018. IPO e ICO a confronto. *Fintastico* [online]. Disponibile su: <<https://www.fintastico.com/it/blog/ipo-ico-confronto/>> [data di accesso: gennaio 2020]

SPERANZIN, M., 2018. S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto). *Rivista delle società*, 2-3.

STARTEED, 2019. *Il crowdfunding in Italia: report* [online]. Disponibile su: <<https://www.crowdfundingreport.it/>> [data di accesso: settembre 2019]

STRIAPUNINA, K., 2019. *Fintech report 2019. Alternative financing* [online]. Disponibile su: <<https://www.statista.com/study/47352/fintech-report-alternative-financing/>> [data di accesso: novembre 2019]

SZMIGIERA, M., 2018. *Dossier crowdfunding 2018* [online]. Disponibile su: <<https://www.statista.com/study/13089/crowdfunding-statista-dossier/>> [data di accesso: novembre 2019]

TENCALLA, M., 2017. Equity crowdfunding per tutte le PMI con la legge di Bilancio 2017: aspetti tributari. *Rivista di diritto tributario*, 3/2/2017.

VITALI, M.L., 2014. Equity crowdfunding: la nuova frontiera del capitale di rischio. *Rivista delle società*, 2.