

V CONVEGNO ANNUALE DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI
PROFESSORI UNIVERSITARI DI DIRITTO COMMERCIALE
"ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"L'IMPRESA E IL DIRITTO COMMERCIALE: INNOVAZIONE, CREAZIONE DI
VALORE, SALVAGUARDIA DEL VALORE NELLA CRISI"
Roma, 21-22 febbraio 2014

ELENA FREGONARA

**Il *crowdfunding*: un nuovo strumento di finanziamento per le *start up*
innovative.**

SOMMARIO: 1. Il decreto crescita *bis*: la *start up* innovativa ed il *crowdfunding*. - 2. Le origini del *crowdfunding* e i modelli. . 3. La disciplina dell'*equity-based crowdfunding* tra TUF e Regolamento Consob. - 4. Profili operativi ed eventuali lacune della disciplina.

1. Il decreto crescita bis: la start up innovativa ed il crowdfunding.

In un breve arco di tempo il legislatore è intervenuto più volte sul sistema societario nel tentativo di rianimare l'economia nazionale: in questo contesto l'ultimo tassello normativo è rappresentato dal d.l. 179/2012, decreto crescita *bis*, che ha introdotto nel nostro ordinamento la *start up* innovativa e con quella un nuovo modello di finanziamento per quelle neo-imprese alternativo ai canali istituzionali, il c.d. *crowdfunding*. Si tratta di due temi tra loro strettamente correlati giacché il *crowdfunding* costituisce o può costituire uno dei canali più rilevanti di finanziamento delle nuove formule societarie: non pare, dunque, possibile parlare del primo senza fornire al lettore una, seppure breve, descrizione della peculiare disciplina e caratteristiche delle seconde.

Di *start up* si parla con riferimento a svariate realtà e settori, compresi quelli più tradizionali, tuttavia il decreto crescita *bis* ha inteso limitare il campo d'azione alle sole iniziative che presentino un forte ancoraggio all'innovazione¹. In questo senso, l'oggetto sociale, esclusivo o prevalente, della *start up* innovativa deve consistere nello sviluppo, produzione, commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico; ulteriore parametro di innovatività è rappresentato dalla ricorrenza di almeno uno dei tre requisiti previsti dal decreto e

¹ Sul tema si consenta di rinviare a E. FREGONARA, *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Giuffrè, Milano, 2013, *passim*.

relativi alle modalità della produzione in termini di investimenti e alle caratteristiche professionali del personale impiegato².

Pare opportuno subito precisare che la *start up* innovativa si presenta come una veste che le società di capitali, incluse le cooperative, nonché la *Societas Europaea*, se possiedono determinati requisiti, dettagliatamente indicati nel decreto³, possono indossare per un periodo di tempo determinato, pari al massimo a quarantotto mesi, iscrivendosi ad una sezione speciale del Registro delle imprese ad esse appositamente dedicata: non viene dunque introdotta una nuova fattispecie di società⁴.

La temporaneità costituisce un tratto caratterizzante della nuova formula: la peculiare disciplina dedicata alle *start up* innovative assolve infatti alla essenziale funzione di traghettare l'impresa dalla fase iniziale ad una situazione di maggiore stabilità, soprattutto finanziaria, viene dunque concesso all'iniziativa economica un lasso di tempo, statisticamente adeguato, entro il quale valutare l'eventuale successo ovvero "fallimento" della stessa. Durante questo periodo, ipotizzando una fisiologica situazione di perdite, la società, in deroga a quanto sancito dal codice civile, gode di una maggiore flessibilità nella loro ricapitalizzazione, potendo diluire nel tempo i rischi dell'indebitamento. In particolare, si prevede l'estensione di dodici mesi del meccanismo del c.d. "rinvio a nuovo" e nelle ipotesi più gravi, quando la perdita intacchi il

² In particolare, l'art. 25, comma secondo, lett. h), d.l. 179/12, prevede che al fine del riconoscimento deve ricorrere almeno uno dei seguenti requisiti: a) le spese in ricerca e sviluppo devono risultare uguali ovvero superiori al 15% del maggior valore tra costo e valore totale della produzione; b) i dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo impiegati, in percentuale superiore o uguale al terzo della forza lavoro complessiva, devono essere in possesso di titolo di dottorato di ricerca ovvero in possesso di laurea e devono aver svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca, pubblici o privati, in Italia o all'estero ovvero una percentuale uguale o superiore a due terzi della forza lavoro complessiva deve risultare in possesso della laurea magistrale c) la società deve essere titolare, depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semi-conduttori o a una nuova varietà vegetale direttamente afferenti l'oggetto sociale e l'attività d'impresa ovvero titolare dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore.

³ L'art. 25 prevede che le *start up* innovative non devono originare da un'operazione straordinaria di fusione o scissione, ovvero da una cessione d'azienda o ramo d'azienda; devono risiedere in Italia ai sensi dell'art. 73, D.P.R. 917/86; non devono distribuire ovvero aver distribuito utili; a partire dal secondo anno di attività il totale del valore della loro produzione annua, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non deve superare i cinque milioni di euro.

⁴ Così Relazione Illustrativa d.l. 179/12. Questa soluzione si riflette sul rapporto che intercorre tra i nuovi *look* delineati dal legislatore del 2012 per le imprese "neonate": in particolare, pare indubbio che la s.r.l. semplificata, in quanto rientrante nella generale categoria delle società di capitali, possa assumere a certe condizioni la configurazione di *start up* innovativa.

minimo legale, è consentito il differimento delle operazioni di riduzione e contestuale aumento del capitale alla chiusura dell'esercizio successivo.

Nella medesima direzione, se il *business* non decolla, il legislatore concede alla *start up* innovativa una sorta di paracadute: si tratta di un importante beneficio che consiste nella esenzione dalle procedure concorsuali ordinarie e nell'assoggettamento alle diverse procedure di composizione e gestione della crisi da sovraindebitamento e di liquidazione del patrimonio, introdotte di recente nel nostro ordinamento per gli insolventi civili ed oggi estese anche alle realtà societarie in esame⁵.

L'obiettivo risulta, in ogni caso, il successo delle *start up* innovative: a tal fine, il legislatore è intervenuto per semplificarne la fase più delicata della vita e per incentivare gli investimenti in essa.

Sotto il primo profilo, vengono in rilievo alcune agevolazioni in relazione alla riduzione degli oneri per l'avvio ed ai contratti di lavoro a tempo determinato: vantaggi "a termine" che dovrebbero facilitare l'ingresso e lo sviluppo sul mercato dello *startupper*.

D'altro canto, per accrescere l'*appeal* dell'impresa e, quindi, attrarre capitali da terzi, sono state introdotte incisive deroghe al diritto societario che riguardano, in particolare, la struttura finanziaria delle *start up* innovative costituite secondo la forma delle società a responsabilità limitata. Appartengono a questo gruppo la possibilità di creare, attraverso l'atto costitutivo, categorie di quote fornite di diritti diversi, in particolare sul versante amministrativo con riguardo al diritto di voto nonché, nella stessa ottica, la possibilità di emettere strumenti finanziari e di acquistare proprie partecipazioni a determinate condizioni.

Nella medesima prospettiva, sono state anche riconosciute ai contribuenti che investiranno nelle *start up* innovative interessanti agevolazioni fiscali e la possibilità di un accesso semplificato al Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese.

Le quote di s.r.l., in deroga a quanto previsto dall'art. 2468 primo comma cod. civ.⁶, così come le azioni di s.p.a., possono costituire oggetto di offerta al pubblico, anche attraverso i portali *online* di capitali di rischio. La previsione risulta funzionale alla creazione e regolamentazione delle piattaforme di *crowdfunding*, già ampiamente diffuse negli altri Paesi: si

⁵ V. l. 27 gennaio 2012, n. 3, come modificata dal d.l. 179/12.

⁶ Si tratta di quote societarie "ibride" che si allontanano dal modello personalistico proposto dalla riforma del 2003, che saranno standardizzate per poter essere sottoscritte dagli investitori. L'obiettivo del legislatore pare essere quello di rimuovere ogni limitazione allo sviluppo delle *start up* innovative che, nella fase di avvio, difficilmente riescono a disporre delle risorse patrimoniali sufficienti per realizzare la propria idea di *business*: viene dunque loro concessa l'opportunità di costituirsi con un piccolo capitale, anche solo formale nel caso della s.r.l., potendo recuperare tra la folla i fondi necessari per far crescere l'impresa.

tratta, come anticipato, di strumenti di raccolta di fondi alternativi ai canali istituzionali e, in altre parole, di un intervento a sostegno dell'imprenditoria e dell'economia.

2. Le origini del crowdfunding e i modelli.

Il suggestivo termine "*crowdfunding*", letteralmente "finanziamento della folla", è un neologismo nato dall'esigenza di identificare un fenomeno di recente diffusione: un meccanismo di finanziamento che, mediante il web, promana dal basso, dalla folla appunto, in luogo dei tradizionali canali istituzionali. L'espressione rappresenta una realtà in costante espansione: si tratta di processi collaborativi di piccoli investitori non professionali (c.d. *crowdfunders*) che, spinti da motivazioni varie, si propongono di sostenere gli sforzi di persone ed organizzazioni dotate di un elevato potenziale creativo, ma prive dei fondi necessari alla realizzazione delle loro idee. In altri termini, una forma di "democratizzazione della finanza", che consente agli artefici di un progetto di sponsorizzarsi *online*, attraverso nuove risorse che implementano la capacità di generare ricchezza a sostegno delle iniziative più meritevoli⁷.

Il *crowdfunding* trae le proprie origini dal *crowdsourcing*, un sistema di esternalizzazione ad una comunità *online* della soluzione di un determinato problema: la fattibilità delle ipotesi prospettate verrà poi valutata dall'intero gruppo al fine di selezionare quella più idonea al caso concreto. I partecipanti al "*problem solving*" potranno ricevere un compenso sotto varie forme, dal denaro alla mera soddisfazione intellettuale⁸.

⁷ Sul tema v. U. PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia*, Giappichelli, Torino, 2013, *passim*; A. BOLLETTINARI, *Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recente legislazione*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2013, fasc. 2, p. 9 ss.; ID, *Opportunità e sfide del crowdfunding scientifico e culturale*, in corso di pubblicazione su *Il nuovo diritto delle società*; M. PINTO, *L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal "Decreto Crescita"*, in *Società*, 2013, p. 818; G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, «crowdfunding» e mercati privati*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, p. 215; C. S. BRADFORD, *Crowdfunding and the federal securities law*, in *Columbia Law Review*, 2012, 1, p. 10 ss.

⁸ Sul tema v. A. CICERCHIA, *Crowdsourcing e crowdfunding: la folla che finanzia la cultura*, in *Economia della cultura*, 2013, p. 175 ss.; J. HOWE, *The Rise of Crowdsourcing*, in *Wired*, 2006, p. 176 ss. Interessanti le osservazioni di J. C. DE MARTIN, *Crowdfunding, le "collette" per il rilancio*, in *La stampa*, 27 luglio 2013, ove si legge che seppure «entrambe le parole hanno solo pochi anni di vita (sono state coniate nel 2006), i due concetti sono antichi di secoli. I più disincantati infatti potrebbero dire che invece di «*crowdfunding*» si potrebbe semplicemente dire *collette* e citare le raccolte di fondi che hanno permesso di realizzare, per esempio, sia molti monumenti (da quelli dedicati a eroi del Risorgimento alla Statua della Libertà) sia numerosi libri (come l'edizione dei lavori di Martin Lutero pubblicata

In relazione agli ambiti applicativi, si osserva che qualunque settore può utilizzare i processi di *crowdfunding* e per le più svariate motivazioni, dall'aiuto in occasioni di tragedie umanitarie al sostegno di iniziative culturali sino al finanziamento di imprese innovative. In quest'ottica, si delineano due tipologie di piattaforme: quelle generaliste, rivolte al finanziamento di qualsiasi genere di progetto e quelle tematiche (o verticali), specializzate in determinati settori.

Alla luce dell'esperienza degli altri Paesi e delle prime indagini svolte sul nostro territorio, si possono distinguere quattro modelli di base di *crowdfunding*: *donation based*, *reward based*, *social lending* ed *equity based*⁹.

Il primo modello, *donation based*, prevede la raccolta di fondi per iniziative non a scopo di lucro in cui non è prevista una forma di rimborso delle somme versate, né un ritorno o premio a favore dei sostenitori del progetto¹⁰.

Il *reward based crowdfunding*, viceversa, opera sulla base di impiego di denaro ripagato con una ricompensa ed è il modello più diffuso¹¹: se si aderisce ad un progetto che ha l'obiettivo di realizzare una determinata invenzione o prodotto, si riceverà in cambio un prototipo di quel prodotto

da Johann Heinrich Zedler nel '700). E potrebbero ridimensionare anche la novità del «*crowdsourcing*» ricordando, per esempio, i 6 milioni di contributi inviati da persone di tutto il mondo per arricchire l'*Oxford English Dictionary* a partire dalla metà dell'800. Eppure rispetto al passato qualcosa di nuovo c'è davvero e quel qualcosa è, come spesso capita in questi anni, una conseguenza della rivoluzione digitale. Grazie a Internet, infatti, raccogliere sia fondi sia contributi di altra natura (purché rappresentabili sotto forma di bit) è diventato immensamente più facile rispetto ai tempi di Johann Zedler o dell'*Oxford English Dictionary*».

⁹ In Italia risultano attive 37 piattaforme (di cui 17 *reward*, 10 *donation*, 7 *equity* e 3 *social*) le cui sedi sono concentrate al Nord. Sul tema v. D. CASTRATARO - I. PAIS, *Analisi delle piattaforme di crowdfunding italiane*, su www.crowdfundingitalia.com; Relazione preliminare all'analisi di impatto, allegato 1 del Regolamento Consob 29 marzo 2013, su www.consob.it; Relazione sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione (AIR) e sugli esiti della procedura di consultazione, su www.consob.it. Per un'ampia analisi del funzionamento di alcune piattaforme in vari settori si rinvia all'interessante articolo di A. BOLLETTINARI, *Il crowdfunding*, cit., (nt. 7).

¹⁰ Si tratta di una tipologia di *crowdfunding* utilizzata molto spesso per la realizzazione di iniziative filantropiche, politiche o culturali. Sul punto, v. M. PINTO, cit., (nt. 7).

¹¹ A. BOLLETTINARI, *Il crowdfunding*, cit., (nt. 7), l'a. osserva che «la ragione per cui il *reward based crowdfunding* rappresenta il modello oggi più diffuso deve rinvenirsi nelle contingenze storico-giuridiche che hanno accompagnato il *crowdfunding* nelle sue prime fasi di sviluppo; in particolare fino al 5 aprile 2012, data in cui il Presidente degli Stati Uniti ha approvato il *Jumpstart our Business Startups (JOBS) Act*, la legislazione statunitense (*Securities Act* del 1993) impediva il ricorso all'"*equity-based crowdfunding*"». Sul tema delle procedure americane di *crowdfunding* prima della pubblicazione del *JOBS Act* v. l'ampio esame di PINTO, cit., (nt. 7).

ovvero un'edizione speciale; se si tratta di opere cinematografiche, l'investitore potrà accedere al set e partecipare alle riprese¹².

Un'ulteriore tipologia di utilizzo del *crowdfunding* può individuarsi nel c.d. *social lending*: un prestito, di norma molto esiguo, da parte di privati ad altri privati effettuato tramite una piattaforma *online*. In particolare, la piattaforma pubblica i profili dei soggetti che cercano un finanziamento e gli utenti disponibili effettuano un versamento, scegliendo il profilo del destinatario¹³.

L'*equity-based crowdfunding*, infine, è un meccanismo in cui i partecipanti all'iniziativa vengono remunerati con partecipazioni societarie. In questo caso, ogni investitore ha la prospettiva di un rendimento che si realizza sotto forma di azioni o quote sociali. D'altro canto, la società "bersaglio" ha l'occasione di estendere il proprio azionariato, emettendo tante piccole quote a fronte di tanti piccoli prestiti, e di superare il "*financing gap*" che tipicamente contraddistingue le imprese nella fase di avvio.

Pare interessante segnalare che ultimamente si sta diffondendo una nuova modalità di raccolta del capitale il c.d. "*do it yourself*" (*DIY crowdfunding*): si tratta di un'implicazione curiosa che permette ai progettisti di non appoggiarsi ad una piattaforma, ma di organizzare la campagna in autonomia, sui propri siti *web*¹⁴.

Il fenomeno del *crowdfunding* non riceve specifica regolamentazione nella maggior parte dei Paesi in cui, tuttavia, sono già attive numerose piattaforme che operano secondo modalità differenti di sovente concordate con le Autorità di vigilanza dei singoli Paesi, al fine di rendere

¹² In questo contesto, si distinguono due sottotipi: il *reward-based "all or nothing"*, in cui si ottiene il finanziamento solo al raggiungimento del *plafond* dichiarato, e quello "*keep it all*", in cui tutte le offerte vengono trattenute indipendentemente dal raggiungimento del target. In ogni caso, il promotore non garantisce e non deve restituire l'investimento al *crowdfunder*, il quale aderisce all'iniziativa in quanto crede nel suo successo sul mercato e, di conseguenza, nel fatto che verrà ricompensato per la fiducia riposta nel programma del *founder*. In Italia tra le più note piattaforme di *reward-based crowdfunding* si evidenziano Kickstarter e Indiegogo.

¹³ Accanto al *social lending* si inserisce anche il filone della microfinanza sul web: attraverso queste piattaforme si finanziano, senza interessi, i progetti di microimprenditori non solvibili, che non riescono ad accedere ai prestiti bancari. Queste due categorie di prestito via internet sono classificate nell'ambito del *crowdfunding* come piattaforme *lending*. In Italia sono attive le piattaforme Smartika e Prestiamoci.

¹⁴ Si tratta in genere di organizzazioni che dispongono di competenze specifiche e di una comunità di riferimento, come Palazzo Madama di Torino e la mostra "Vice versa" alla Biennale di Venezia.

il quadro normativo complessivo compatibile con le previsioni in materia di mercati finanziari¹⁵.

Solamente negli Stati Uniti è stato approvato nell'aprile del 2012 il *Jumpstart our Business Startups (JOBS) Act* che, allo scopo di facilitare l'accesso al mercato dei capitali da parte delle imprese emergenti, ha introdotto specifiche esenzioni alla *Securities Act* per l'autorizzazione all'esercizio dell'attività di intermediazione in materia di *crowdfunding*: tale esenzione è condizionata all'esistenza di alcuni requisiti e limitazioni che attengono alla quantificazione e modalità di svolgimento degli investimenti¹⁶.

3. La disciplina dell'equity-based crowdfunding tra TUF e Regolamento Consob.

Nel panorama europeo ed internazionale, l'Italia risulta all'avanguardia per la regolamentazione del fenomeno del *crowdfunding*: l'obiettivo del legislatore è stato certamente, come già ricordato, quello di incentivare lo sfruttamento di uno strumento, alternativo ai canali istituzionali, per favorire il finanziamento di imprese "neonate", e con esse la crescita economica e l'occupazione, soprattutto giovanile, del Paese in uno scenario macroeconomico contrassegnato dalla forte contrazione delle fonti di finanziamento attingibili attraverso le vie tradizionali¹⁷. La normativa "*made in italy*" risulta, tuttavia, circoscritta al settore delle *start*

¹⁵ Per il contesto europeo v. K. DE BUYSERE- O. GAJDA- R. KLEVERLAAN- D. MAROM, *A Framework for European Crowdfunding*, 2012, consultabile su www.crowdfundingframework.eu.

¹⁶ Per esempio l'investimento non può superare la cifra di un milione di dollari, il singolo investitore non può investire in più di una data percentuale del proprio reddito annuale, l'investimento deve effettuarsi per il tramite di un intermediario, registrato presso la SEC in qualità di "*funding portal*" e rispettare i relativi requisiti. Tuttavia, al momento, la disciplina di attuazione del *JOBS Act*, che avrebbe dovuto predisporre la SEC, non è stata ancora pubblicata: fino a quando non verrà emesso tale Regolamento attuativo, le esenzioni richiamate non sono operative. Sul punto, v. M. PINTO, cit., (nt. 7).

¹⁷ Nella stessa direzione, si segnala il del d.l. 21 giugno 2013, n. 69, c.d. Decreto fare, che all'art. 57 prevede interventi straordinari a favore della ricerca e dello sviluppo del Paese, ed in particolare con riguardo alla creazione di *start up* innovative e *spin-off* universitari, nonché al sostegno e allo sviluppo di capitale di rischio e *crowdfunding*. Sul punto v. Relazione sull'attività di analisi di impatto, cit., p. 3, dove si legge: «gli intermediari tradizionali hanno la necessità, resa ancor più stringente dalla crisi finanziaria, di contenere il grado di rischio delle attività rispetto a quello delle passività, e, a tal fine, sono portate a ridurre le disponibilità di fondi per imprese ad elevato rischio come le *start up* innovative», in tale contesto il *crowdfunding* costituisce un canale alternativo di promozione delle proprie iniziative direttamente nei confronti dei risparmiatori, riducendo i costi di intermediazione a fronte di una maggiore responsabilizzazione nelle scelte di investimento.

up innovative, con tutti i vincoli (di oggetto sociale, di temporaneità e di forma) ad esse inerenti.

L'*equity-based crowdfunding* fa il suo ingresso ufficiale nel nostro ordinamento con l'art. 30 del D.l. 179/12, decreto crescita *bis*, che, con una tecnica legislativa "a cascata", ne rimanda la disciplina al Testo Unico della Finanza attraverso il contestuale inserimento di nuove norme nell'ambito delle vigenti disposizioni in materia di offerta al pubblico ed attività di investimento, che, a loro volta e per alcuni profili, rinviano ad un Regolamento della Consob, sottoposto a consultazione in data 29 marzo 2013 e, successivamente, divulgato nella sua versione definitiva con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013¹⁸. La scelta di dare attuazione alla disciplina primaria adottando un regolamento autonomo, invece di includere le nuove previsioni in quelli già esistenti con riferimento alle specifiche materie pare adeguata alla natura unitaria del fenomeno, oggetto di regolamentazione, contraddistinto peraltro da una forte specificità giacché interessa la sola realtà delle *start up* innovative e pare anche consentire una visione più organica del meccanismo sotto osservazione.

Da questa cornice, fatta di complicati intrecci tra legislazione primaria e secondaria, emerge il quadro normativo del recente istituto giuridico fondato sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *online* all'insegna, da un lato, della promozione di nuovi presidi di finanza democratica, dall'altro, di una non minore tutela degli investitori, soprattutto di quelli non professionali. La comprensione della fattispecie deve prendere le mosse dall'analisi sistematica dei dati normativi, ricordando che ci troviamo ancora in una fase di sperimentazione e di "vuoto" di commenti, donde l'utilità di metterne a fuoco le peculiarità.

Le tre disposizioni introdotte nel contesto del TUF rappresentano il *crowdfunding* attraverso la descrizione dei suoi tratti essenziali: lo strumento, i soggetti e le modalità operative impiegate per ottenere fondi dalla folla.

In particolare, all'art. 1, quinto comma *novies*, tra gli altri servizi ed attività di investimento, viene aggiunta la definizione di "portale per la raccolta di capitali per le *start up* innovative": una piattaforma *online* che ha come finalità *esclusiva* la *facilitazione* della raccolta di capitale di rischio

¹⁸ Il regolamento in materia di "Raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on-line*" è entrato in vigore il 27 luglio 2013 ed è reperibile sul sito www.consob.it. Si tratta di un documento dettagliato e completo sotto diversi profili. A suffragio di queste affermazioni, si osserva che il legislatore secondario ha operato, da un lato, seguendo in modo rigoroso ed ordinato la delega contenuta nel Decreto crescita *bis*, dall'altro accogliendo nel testo del provvedimento i suggerimenti pervenuti dai protagonisti del settore che hanno partecipato ad un questionario conoscitivo .

da parte di quelle società; ciò peraltro non esclude che il portale possa effettuare altre attività di *crowdfunding* in differenti portali sempre gestiti dallo stesso soggetto.

Nel settore dedicato alla gestione collettiva del risparmio è stato inserito l'art. 50 *quinquies*, rubricato "gestione di portali per la raccolta di capitale di rischio da parte delle *start up* innovative": la norma traccia l'ambito soggettivo di applicazione delle nuove regole. Si precisa infatti che l'esercizio professionale dell'attività di gestione dei portali è riservato, da un lato, ai soggetti che risultano iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, dall'altro lato, alle imprese di investimento ed alle banche autorizzate ai relativi servizi di investimento. Sono, dunque, previste due categorie di gestori: alla prima appartengono i veri e propri gestori di portali, alla seconda gli intermediari abilitati, c.d. gestori "di diritto" o istituzionali.

Dal canto suo, la Consob ha accuratamente definito i criteri relativi alla formazione del registro e alla relativa pubblicità, alle eventuali ulteriori condizioni per l'iscrizione nello stesso, alle cause di sospensione, radiazione, riammissione ed incompatibilità. Attraverso la normativa secondaria viene, quindi, istituito il registro a cui si devono iscrivere i gestori di portali in possesso di alcuni specifici requisiti¹⁹; all'interno di quello viene costituita anche una sezione speciale in cui annotare i c.d. gestori di diritto che ne avranno fatto preventiva comunicazione alla Consob: quest'ultima procedura ha mera efficacia di pubblicità-notizia e di certificazione anagrafica²⁰. La struttura "binaria" del registro consente agli

¹⁹ L'art. 50 *quinquies*, comma terzo, TUF, precisa che «l'iscrizione nel registro di cui al comma 2 è subordinata al ricorrere dei seguenti requisiti: a) forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa; b) sede legale e amministrativa o, per i soggetti comunitari, stabile organizzazione nel territorio della Repubblica; c) oggetto sociale conforme con quanto previsto dal comma 1 (*la facilitazione della raccolta di capitali per le start up innovative*); d) possesso da parte di coloro che detengono il controllo e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo dei requisiti di onorabilità stabiliti dalla Consob; e) possesso da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, di requisiti di professionalità stabiliti dalla Consob». L'intero procedimento di iscrizione e i relativi controlli cui è preposta la Consob devono concludersi entro sessanta giorni dal momento in cui è pervenuta la domanda. Ai fini dell'iscrizione, per salvaguardare l'affidabilità dei gestori, si prevede che questi ultimi, oltre alle caratteristiche individuate dal testo Unico, debbano rivestire ulteriori requisiti di onorabilità e professionalità.

²⁰ Tra le banche e imprese di investimento autorizzate alla prestazione dei relativi servizi di investimento è da ritenersi ricompresa anche la Società Poste Italiane - Divisione servizi Banco Posta, autorizzata ai sensi dell'art. 2 del D.P.R. n. 144 del 14 marzo 2001, posto che ai sensi dell'art. 12, comma 1 del menzionato D.P.R. la società per azioni Poste Italiane "può svolgere nei confronti del pubblico i servizi di investimento e i servizi

investitori di avere un quadro completo dei gestori legittimati ad operare sul mercato e sottoposti alla vigilanza Consob²¹.

Le differenze sostanziali che intercorrono tra le due tipologie di gestori si riflettono sul regime giuridico ad essi applicabile nel rapporto con gli investitori: in particolare, per i primi è introdotta una specifica esenzione dall'applicazione delle regole di condotta in materia di prestazione dei servizi di investimento (artt.li 21-25 *bis* TUF) e di collocamento a distanza di servizi e attività di investimento (art. 32 TUF). Tuttavia vi è da dire che, a fronte di queste semplificazioni operative che esonerano i gestori di portali da una serie di norme di comportamento, viene loro imposto il divieto di detenere somme di denaro ovvero strumenti finanziari di pertinenza di terzi, nonché il dovere di trasmettere gli ordini di sottoscrizione e compravendita degli strumenti finanziari, oggetto delle offerte *online*, esclusivamente a banche e imprese di investimento, che si occuperanno di portare a termine la trattativa.

La previsione pare ridurre in maniera considerevole il significato dell'esenzione, confinandola alla fase delle trattative, poiché le banche e le altre imprese di investimento, nel momento in cui intervengono, sono obbligate ad operare secondo i principi "garantisti" di derivazione MiFID²²: in questa prospettiva, si è infatti osservato che dall'obbligo di intervento di un soggetto abilitato nella fase di perfezionamento dell'ordine si deve dedurre l'applicazione delle vigenti norme in materia

accessori previsti, rispettivamente, dall'art. 1, comma 5, lett. b), c) ed e) e dall'art. 1, comma 6, lett. a), b), d), e), f) e g) del Testo Unico Finanza, nonché le attività connesse strumentali ai servizi di investimento". Inoltre l'art. 2, comma 5 del medesimo D.P.R. prevede che "Poste è equiparata alle banche italiane anche ai fini dell'applicazione delle norme del testo unico bancario e del testo unico della finanza richiamati ai commi 3 e 4, nonché della legge 10 ottobre 1990, n. 287".

²¹ L'art. 6, Regolamento Consob, prevede la pubblicazione del registro nella parte "Albi ed elenchi" del Bollettino elettronico della Consob. La Consob ai gestori di portali può chiedere la comunicazione di dati e di notizie e la trasmissione di atti e documenti, nonché effettuare ispezioni e, di conseguenza, applicare sanzioni. Sul punto, l'art. 50 *quinquies*, comma settimo, TUF, prevede che «i gestori di portali che violano le norme del presente articolo o le disposizioni emanate dalla Consob in forza di esso, sono puniti, in base alla gravità della violazione e tenuto conto dell'eventuale recidiva, con una sanzione amministrativa pecuniaria da euro cinquecento a euro venticinquemila. Per i soggetti iscritti nel registro di cui al comma 2, può altresì essere disposta la sospensione da uno a quattro mesi o la radiazione dal registro. Si applicano i commi 2 e 3 dell'articolo 196. Resta fermo quanto previsto dalle disposizioni della parte II, titolo IV, capo I, applicabili alle imprese di investimento, alle banche, alle SGR e alle società di gestione armonizzate».

²² Lo prevede espressamente l'art. 17, comma sesto, Regolamento Consob.

di tutela degli investitori *retail* nel rapporto che essi instaureranno con l'intermediario per la sottoscrizione degli strumenti finanziari²³.

L'investitore non professionale deve, infatti, stipulare un contratto di investimento con la Banca o la Sim, individuata dal gestore, per la trasmissione degli ordini e, a tal fine, deve fornire una serie di informazioni sulla propria conoscenza ed esperienza nel settore che rileva per consentire una valutazione all'intermediario in ordine all'appropriatezza della sottoscrizione. La procedura comporta inevitabili costi che saranno posti a carico dell'investitore che, in tal guisa, sarà disincentivato proprio rispetto a quegli investimenti di importo ridotto che normalmente caratterizzano l'*equity crowdfunding*²⁴.

Pare qui opportuno esaminare le relative disposizioni attuative nella legislazione secondaria. Sul punto, infatti, è intervenuta la Consob che, nel licenziare il testo definitivo del Regolamento, ha introdotto un meccanismo che consente di graduare il livello di tutela degli investitori non professionali, prevedendo un regime differenziato in relazione all'ammontare dei singoli ordini di adesione alle offerte. In particolare, l'art. 17 del Regolamento contempla due ipotesi di "esenzione totale" rispetto alla normativa tradizionale: si tratta degli ordini impartiti da investitori-persone fisiche di valore inferiore a cinquecento euro, se considerati singolarmente, ovvero mille euro complessivi in un anno, nonché degli ordini provenienti da investitori-persone giuridiche di valore inferiore a cinquemila euro, per singola operazione, ovvero diecimila euro riferiti all'intero anno²⁵. L'investitore che dichiara di non aver superato questi limiti dovrà solo rispondere ad un questionario, predisposto dal portale per tutti gli investitori non professionali, che, come una sorta di "percorso ad ostacoli", ha l'obiettivo di renderlo pienamente consapevole

²³ Così Regolamento Consob, cit., p.4. Sulla MiFID e i suoi principi cfr., AA.VV., (a cura di L. Zitiello), *La MiFID in Italia*, ITA, Torino, 2009; AA.VV., (a cura di F. Del Bene), *Strumenti finanziari e regole MiFID*, Ipsoa, Milano, 2009; E. GUERINONI, *La nuova disciplina dei contratti d'investimento*, Ipsoa, Milano, 2008; V. SANGIOVANNI, *L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la Mifid*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2010, fasc. 22, p. 64 ss.

²⁴ Così la Relazione sull'attività di analisi d'impatto della Regolamentazione (AIR) e sugli esiti della procedura di consultazione, p. 14, su www.consob.it.

²⁵ A tal fine, prevede il comma quinto dell'art. 17 del Regolamento Consob, «il gestore acquisisce dall'investitore, con modalità che ne consentano la conservazione, un'attestazione con la quale lo stesso dichiara di non aver superato, nell'anno solare di riferimento, le soglie previste dal comma 4. A tal fine rilevano gli importi degli investimenti effettivamente perfezionati per il tramite del portale al quale sono trasmessi gli ordini nonché di altri portali». Al fine poi di garantire l'ordinato svolgimento dell'offerta e, considerato il divieto per i gestori di detenere denaro e/o strumenti finanziari degli investitori, è stato introdotto l'obbligo in capo ai primi di assicurare che sia acceso presso la banca o l'impresa di investimento cui gli ordini verranno trasmessi un conto indisponibile intestato alla *start up* emittente, ove deve essere costituita la provvista necessaria al perfezionamento degli ordini stessi.

in ordine alle caratteristiche ed ai principali rischi connessi al tipo di investimento in *start up* innovative: la relativa risposta positiva è un passaggio obbligatorio per poter procedere nell'adesione alle singole offerte²⁶. Nel caso degli ordini "sotto-soglia" questo sistema diviene l'unico strumento di consapevolezza per gli investitori.

Per contro, al di là di queste soglie le operazioni debbono reputarsi significative e pertanto saranno assoggettate ad un regime di protezione più "severo", che prevede l'intervento obbligatorio, quantomeno nella fase di perfezionamento, di un gestore di diritto al fine di delineare il profilo del cliente.

D'altro canto, le banche e le imprese di investimento, previa comunicazione alla Consob della loro intenzione di operare in questi settori, possono gestire integralmente il processo di raccolta del capitale delle *start up* innovative, prescegliendo le concrete modalità di svolgimento della propria attività e graduando l'applicazione delle regole di condotta in ragione dei tipi di servizi di investimento che effettivamente presteranno nonché della tipologia di clientela²⁷: non sembrano tuttavia godere della esenzione dalla disciplina di derivazione MiFID per gli ordini "sotto-soglia". In ogni altro caso di investimenti di ammontare inferiore ai limiti individuati nel Regolamento, le banche e le imprese di investimento si limiteranno a curare la fase esecutiva degli ordini trasmessi dal gestore che rimane l'unico interlocutore dell'intermediario che riceve gli ordini²⁸.

Si delinea, dunque, un approccio di vigilanza graduato e differenziato in relazione, da un lato, ai soggetti che gestiscono il portale, dall'altro, all'ammontare dell'investimento: tale impostazione ha il merito di favorire lo sviluppo del *business* delle *start up* innovative, non solo consentendo lo svolgimento di prestazioni riconducibili nell'alveo dei servizi e delle attività di investimento a soggetti diversi dalle imprese a ciò tradizionalmente autorizzate e, dunque, ampliando la dimensione potenziale del mercato dei gestori di portali, ma anche semplificando le modalità operative delle operazioni concernenti gli investimenti minimi attraverso la creazione di uno "scalino normativo incentivante", senza tuttavia mai dimenticare di garantire che le tutele apprestate all'investitore siano sempre adeguate ad ogni singola offerta ed analoghe indipendentemente dalla natura giuridica del soggetto che gestisce il portale *online*.

²⁶ V. art. 15, Regolamento Consob.

²⁷ Così chiarisce la Consob con propria comunicazione n. 0066128 del 1° agosto 2013, su www.consob.it.

²⁸ Questa fase non può infatti essere eliminata giacché è stabilita dalla normativa primaria. L'attività svolta dagli intermediari che ricevono ordini dai gestori di portali appare quantomeno integrare la prestazione di servizi di investimento di tipo esecutivo.

La complessiva strategia, che emerge dai provvedimenti di natura primaria e secondaria, pare orientata principalmente alla predisposizione di adeguate misure a tutela degli investitori non professionali, affinché gli stessi possano assumere decisioni consapevoli in relazione alle caratteristiche di elevata rischiosità dell'investimento: come già sottolineato, si tratta infatti di imprese nuove, connotate da uno stretto collegamento con l'aleatorio settore delle tecnologie innovative, che non possono distribuire utili e che derogano, sotto vari profili, alla disciplina comune²⁹.

La tutela dell'investitore *retail* rappresenta, dunque, un *leit-motiv* che traspare attraverso molti aspetti della disciplina: tuttavia, qualora l'investimento resti al di sotto di certi valori, opera un sistema di protezione "attenuato" per cui per la buona riuscita della relativa operazione sarà sufficiente che l'investitore non professionale comprenda, attraverso la compilazione di un questionario, le caratteristiche essenziali e i rischi principali connessi a qualsiasi investimento in *start up* innovative. Sotto questo profilo pare che il decreto, e poi più spiccatamente il Regolamento, abbiano inteso operare un'ulteriore esenzione dal diritto comune in favore delle *start up* innovative: in effetti la prassi dei Paesi, che già da qualche anno sperimentano questo canale di investimento, conferma che di norma le somme destinate al *crowdfunding* sono molto modeste, tali comunque da restare "sotto-soglia".

La tutela dell'investitore "standardizzata" negli schemi classici così come l'esenzione totale da quelle regole paiono due facce di una stessa medaglia: l'obiettivo del legislatore di incentivare il fenomeno del *crowdfunding*.

Al fine di rendere più affidabili i gestori autorizzati e di avvicinare, sotto questo profilo, la tutela degli investitori a quella prevista dal TUF rispetto ai gestori istituzionali sono state introdotte severe regole che mirano ad assicurare un elevato standard etico-comportamentale. In questo senso, mutuando la ricca disciplina contenuta nelle vigenti disposizioni per le banche e le imprese di investimento, sono stati indicati specifici requisiti di onorabilità, legati per lo più all'insussistenza di condanne penali, che devono sussistere in capo a coloro che detengono il controllo della società che richiede l'iscrizione al registro dei gestori³⁰;

²⁹ Così T. MARCELLI, *Il regolamento per l'equity crowdfunding*, intervento al Convegno "Torino *crowdfunding* scenari ed applicazioni per finanziare progetti d'impresa", 12 aprile 2013.

³⁰ L'art. 8, Regolamento Consob, dispone che: «Ai fini dell'iscrizione nel registro e della permanenza nello stesso, coloro che detengono il controllo della società richiedente dichiarano sotto la propria responsabilità e con le modalità indicate nell'Allegato 1, di: a) non trovarsi in condizione di interdizione, inabilitazione ovvero di non aver subito una

nell'ipotesi in cui il controllo sia esercitato per il tramite di una o più persone giuridiche, i requisiti dovranno ricorrere per gli amministratori e il direttore generale, ovvero per i soggetti che ricoprono cariche equivalenti, nonché per le persone fisiche che controllano tali persone giuridiche.

D'altro canto, i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo di un gestore, oltre al rispetto dei criteri di onorabilità, devono rispondere a determinati parametri di professionalità e competenza. In questo senso, saranno scelti tra coloro che hanno maturato un'esperienza complessiva di almeno un biennio nell'esercizio di attività di amministrazione e controllo ovvero compiti direttivi presso imprese, attività professionali in materia attinente al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo, attività di insegnamento universitario in materie giuridiche o economiche, infine funzioni amministrative o dirigenziali presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo ovvero presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni, di altri settori, ma con funzioni che comportino la gestione di risorse economico-finanziarie.

condanna ad una pena che comporti l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici ovvero l'incapacità ad esercitare uffici direttivi; b) non essere stati sottoposti a misure di prevenzione disposte dall'autorità giudiziaria ai sensi del decreto legislativo 6 settembre 2011, n. 159, salvi gli effetti della riabilitazione; c) non essere stati condannati con sentenza irrevocabile, salvi gli effetti della riabilitazione: 1) a pena detentiva per uno dei reati previsti dalle norme che disciplinano l'attività bancaria, finanziaria, mobiliare, assicurativa e dalle norme in materia di mercati, di valori mobiliari e di strumenti di pagamento; 2) a pena detentiva per uno dei reati previsti nel titolo XI del libro V del codice civile e nel regio decreto 16 marzo 1942, n. 267; 3) alla reclusione per un tempo non inferiore a un anno per un delitto contro la pubblica amministrazione, contro la fede pubblica, contro il patrimonio, contro l'ordine pubblico, contro l'economia pubblica ovvero per un delitto in materia tributaria; 4) alla reclusione per un tempo non inferiore a due anni per un qualunque delitto non colposo; d) non essere stati condannati a una delle pene indicate alla lettera c) con sentenza che applica la pena su richiesta delle parti, salvo il caso di estinzione del reato». L'art. 10, Regolamento Consob, precisa che la perdita dei requisiti di onorabilità, in capo ai soggetti che detengono il controllo ovvero che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, comporta la cancellazione del gestore dal registro, a meno che tali requisiti non siano ricostituiti entro due mesi: in tal maniera si evita che la perdita dei requisiti si ripercuota negativamente sull'operatività del gestore, comportandone la cancellazione immediata dal registro. L'art. 11, Regolamento Consob, prevede la sospensione dalla carica dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nei seguenti casi: «a) condanna con sentenza non definitiva per uno dei reati previsti dall'articolo 8, comma 1, lettera c); b) applicazione su richiesta delle parti di una delle pene previste dall'articolo 8, comma 1, lettera c), con sentenza non definitiva; c) applicazione provvisoria di una delle misure previste dagli articoli 67 e 76, comma 8 del decreto legislativo 6 settembre 2011, n. 159; d) applicazione di una misura cautelare di tipo personale».

In relazione alle competenze che devono sussistere in capo ai soggetti collocati ai vertici del gestore, il legislatore ha, dunque, ritenuto di privilegiare l'aspetto di valutazione economico-finanziaria, piuttosto che la capacità di entrare nel merito dei contenuti tecnologico-innovativi³¹, riproponendo, peraltro, schemi già noti nell'ambito degli intermediari che operano nei mercati finanziari.

Tuttavia, in sede di redazione del testo definitivo del Regolamento, è stata inserita una precisazione importante sotto il profilo sopra richiamato: possono, infatti, far parte dell'organo che svolge funzioni di amministrazione, seppure in ruoli non esecutivi, anche soggetti che abbiano maturato una comprovata esperienza lavorativa, di insegnamento ovvero di ricerca, per almeno un biennio, nei settori *industriale, informatico o tecnico-scientifico, a elevato contenuto innovativo*, purché la maggioranza dei componenti possieda i requisiti più "tradizionali". Questo ampliamento dei requisiti di professionalità, auspicato da molti di coloro che hanno partecipato alla fase di consultazione, rafforza la capacità del gestore permettendogli una valutazione più approfondita anche dei frequenti aspetti tecnici e informatici dei progetti imprenditoriali nell'ambito delle *start up* innovative e, nel contempo, migliora il livello di protezione di coloro che investono nel *business* innovativo.

Delineati i soggetti e i loro requisiti, una sezione del Regolamento è dedicata alle regole di condotta che i gestori di portali iscritti al registro devono rispettare nel rapporto con gli investitori. Il legislatore secondario, in stretta aderenza alla delega, ha dunque optato per l'applicazione di regole differenti tra i gestori di diritto e quelli da autorizzare: sono state così introdotti dei modelli di comportamento peculiari per i secondi seppure in linea con la disciplina che tipicamente interviene nella definizione dei rapporti in materia di servizi finanziari. Alla luce della rischiosità dell'investimento, l'obiettivo resta, infatti, la tutela dell'investitore, soprattutto *retail*, contraente più debole, e l'attenuazione del *gap* informativo esistente tra le parti del negozio.

In questa prospettiva, il gestore deve operare «con diligenza, correttezza e trasparenza evitando che gli eventuali conflitti di interesse che potrebbero insorgere nello svolgimento dell'attività di gestione di portali incidano negativamente sugli interessi degli investitori e degli emittenti e assicurando la parità di trattamento dei destinatari delle offerte che si trovino in identiche condizioni»³²: si tratta di una formula ridondante che pare ispirarsi ai principi comuni del diritto in materia di contratti, peraltro similmente enunciati nell'art. 21 del TUF.

³¹ Così si legge nel commento all'art. 10, Regolamento Consob, cit.

³² Così dispone l'art. 13, primo comma, Regolamento Consob.

In questo contesto, il gestore rende disponibili, in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni, tutte le informazioni riguardanti l'offerta che gli sono state fornite "a monte" dall'emittente: la relativa responsabilità per le informazioni pare da attribuire esclusivamente all'emittente³³. Nella medesima direzione, il gestore deve sempre richiamare l'attenzione degli investitori sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità; egli non può diffondere notizie incoerenti rispetto a quelle pubblicate sul portale e deve astenersi dal formulare raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte atte ad influenzare l'andamento delle adesioni alle medesime.

È stato dunque introdotto un "set" di obblighi informativi a carico del gestore, declinato tenendo in particolare riguardo le implicazioni derivanti dall'uso dei mezzi tecnologici e della rete *internet*. La tutela dell'investitore è costruita su tre diversi livelli di informativa a cui lo stesso ha diritto di accedere prima di aderire alle singole offerte: si tratta delle informazioni concernenti la natura dell'attività svolta dal portale, le caratteristiche dell'investimento in *start up* innovative e la relativa rischiosità, i connotati peculiari di ciascuna offerta³⁴.

Con riferimento alle peculiari informazioni in ordine all'investimento in *start up* innovative il gestore deve sottolineare il rischio di perdita dell'intero capitale versato e di illiquidità, il divieto di distribuzione degli utili, la temporaneità dei benefici fiscali, le deroghe al

³³ Così si legge nella parte II degli Esiti della consultazione, valutazioni *sub* art. 13, su www.consob.it. In questo senso, nell'allegato n. 3 al Regolamento si legge che «il gestore assicura che per ciascuna offerta sia preliminarmente riportata con evidenza grafica la seguente avvertenza: "Le informazioni sull'offerta non sono sottoposte ad approvazione da parte della Consob. L'emittente è l'esclusivo responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni dallo stesso fornite. Si richiama inoltre l'attenzione dell'investitore che l'investimento in strumenti finanziari emessi da *start-up* innovative è illiquido e connotato da un rischio molto alto"». Sul tema v. U. PIATELLI, cit., p. 78, (nt. 7), secondo cui sembra difficile poter definire i termini dell'obbligo di "correttezza e completezza", di cui all'art. 13, comma secondo, in assenza di una minima attività di verifica da parte del gestore; ma anche ove il gestore decidesse di procedere in tal senso, sarà difficile stabilire *a priori* se il suo operato sia stato supportato da un'attività di analisi e verifica sufficiente.

³⁴ Tutte queste informazioni, è espressamente previsto, che possano essere fornite anche mediante l'utilizzo di tecniche multimediali: ciò risulta quanto mai opportuno considerato che le offerte, oggetto della presente disciplina, si svolgono esclusivamente tramite portali *online*. Le informazioni, inoltre, debbono essere costantemente aggiornate e devono essere accessibili per i dodici mesi successivi alla chiusura delle offerte e rese disponibili a coloro che ne facciano richiesta per un periodo di cinque anni dalla data di chiusura dell'offerta.

diritto societario e fallimentare, i contenuti tipici del *business plan* ed, infine, la possibilità di esercitare il diritto di recesso.

In relazione a ciascuna offerta il gestore pubblica le “informazioni chiave” che potrebbero essere utili per orientare le scelte dei potenziali investitori³⁵. In merito, si precisa, molto giustamente a giudizio di chi scrive, che le informazioni relative all’offerta devono essere facilmente comprensibili da un investitore *ragionevole* e devono essere fornite mediante «l’utilizzo di un linguaggio *non tecnico* o *gergale*, *chiaro*, *conciso*, ricorrendo, laddove possibile, all’utilizzo di termini del *linguaggio comune*, (...), sono altresì rappresentate in modo da consentire la comparabilità delle offerte svolte tramite portale. La presentazione e la struttura del documento devono agevolare la lettura da parte degli investitori, anche attraverso la scrittura in caratteri di dimensione leggibile; tale documento è di lunghezza non superiore a cinque pagine in formato A4 (...)»³⁶. Si tratta di una precisazione più che mai dettagliata che lascia un esiguo

³⁵ In questo senso, sono state ritenute essenziali le informazioni relative alle condizioni generali dell’offerta, ivi inclusa l’indicazione dei destinatari, di eventuali clausole di efficacia e di revocabilità delle adesioni; le informazioni sulla quota già sottoscritta da parte degli investitori professionali o delle altre categorie di investitori, con indicazione della relativa identità di questi ultimi; l’indicazione di eventuali costi o commissioni posti a carico dell’investitore, ivi incluse le eventuali spese per la successiva trasmissione degli ordini a banche e imprese di investimento; indicazione delle banche e delle imprese di investimento cui saranno trasmessi gli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell’offerta; descrizione delle modalità e della tempistica di pubblicazione delle informazioni sullo stato delle adesioni all’offerta indicazione delle banche e delle imprese di investimento cui saranno trasmessi gli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell’offerta e descrizione delle modalità e della tempistica per l’esecuzione dei medesimi; termini e condizioni per il pagamento e l’assegnazione/consegna degli strumenti finanziari sottoscritti; le informazioni in merito alle modalità di restituzione dei fondi nei casi di legittimo esercizio dei diritti di recesso o di revoca, nonché nel caso di mancato perfezionamento dell’offerta; le informazioni sui conflitti di interesse connessi all’offerta, ivi inclusi quelli derivanti dai rapporti intercorrenti tra l’emittente e il gestore del portale, coloro che ne detengono il controllo, i soggetti che svolgono funzioni di direzione, amministrazione e controllo nonché gli investitori professionali che hanno sottoscritto la quota degli strumenti finanziari ad essi riservata; le informazioni sullo svolgimento da parte dell’emittente di offerte aventi il medesimo oggetto su altri portali; la legge applicabile ed il foro competente; la lingua o le lingue in cui sono comunicate le informazioni relative all’offerta (Allegato 3 Regolamento Consob). L’art. 16, Regolamento Consob, segnala ulteriori informazioni da fornire all’investitore: in particolare si tratta di quelle alla periodicità e alle modalità con cui verranno fornite le informazioni sullo stato delle adesioni, all’ammontare sottoscritto e al numero di aderenti; al diritto di revoca dell’adesione da parte degli investitore non professionale quando tra il momento dell’adesione all’offerta e quello in cui la stessa è stata definitivamente chiusa sopravvenga un fatto nuovo ovvero sia rilevato un errore materiale in ordine alle informazioni esposte sul portale; gli elementi identificativi delle banche e delle imprese di investimento che curano il perfezionamento degli ordini.

³⁶ Così si legge nell’allegato 3 al Regolamento.

raggio d'azione all'emittente ed al gestore e rappresenta un significativo punto a favore della tutela dei piccoli investitori e forse, su di un piano più generale, potrà essere utile agli interpreti nel settore dei contratti dei consumatori.

Avuto riguardo alle specificità caratterizzanti l'operatività in *equity crowdfunding*, il peculiare pacchetto normativo inerente gli obblighi informativi introdotti dal recente Regolamento per i gestori autorizzati dovrà essere tenuto nella debita considerazione anche dai gestori tradizionali nell'ambito dell'attività di *disclosure* resa agli investitori³⁷.

Dal canto loro gli investitori *retail* devono prendere visione della sezione "*investor education*" predisposta dai gestori, nonché rispondere ad un questionario comprovante la piena comprensione delle caratteristiche essenziali e dei rischi principali connessi all'investimento in *start up* innovative e dichiarare di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale relativa intera perdita al fine di poter procedere nell'adesione alle singole offerte.

In questa cornice, il regolamento introduce due ulteriori strumenti a tutela dell'investitore.

Il primo strumento di protezione sorge tra il momento di adesione all'offerta e quello in cui essa è definitivamente chiusa, qualora sopravvenga un fatto nuovo ovvero venga rilevato un errore materiale in ordine alle informazioni presentate sul sito web, idonei ad influire sulla decisione di investimento, i soli investitori non professionali hanno il diritto di revocare la loro adesione. Questo diritto può essere esercitato esclusivamente entro il termine di sette giorni dalla data in cui le nuove informazioni sono state portate a conoscenza degli investitori³⁸: la limitazione temporale per l'esercizio della revoca è posta a tutela della *start up* al fine di ridurre le situazioni di incertezza in ordine al numero di adesioni all'offerta. La previsione rievoca quella prevista per la normale sollecitazione del pubblico risparmio, qualora mutino le informazioni ovvero le condizioni inizialmente riportate nel prospetto informativo (art. 95 bis TUF).

D'altro canto, con una modifica dell'ultima ora, ma sulle orme della schema-tipo dei contratti a distanza, la Consob impone alla piattaforma di assicurare agli investitori non professionali il "rituale" diritto di recesso, senza alcuna spesa, tramite comunicazione rivolta al gestore entro sette giorni decorrenti dalla data dell'ordine di adesione. Si tratta di un diritto di recesso dal contratto di investimento *ad nutum*, molto simile a quello previsto dal Codice del Consumo, che ha la funzione di

³⁷ Così si legge nella Comunicazione Consob, cit.

³⁸ V. art. 25, Regolamento Consob.

proteggere l'investitore da un'operazione non sufficientemente ponderata per l'allettante velocità con cui si può operare via internet nonché la facilità di accesso al mezzo di investimento³⁹.

La Consob chiude la sezione dedicata alla gestione di portali dettando le previsioni relative ai provvedimenti sanzionatori. Sul punto pare interessante la possibilità concessa all'ente preposto al controllo di sospendere l'attività del gestore, per un periodo massimo di novanta giorni, qualora sussistano elementi che facciano presumere l'esistenza di gravi violazioni e vi sia la necessità ed urgenza di intervenire: la disposizione rafforza la tutela dell'investitore, assicurando una tempestiva azione "cautelare" dell'organismo di vigilanza al fine di bloccare pratiche non corrette attuate del gestore. La violazione delle regole di condotta da parte dello stesso può anche comportarne la sospensione per un periodo che va da uno a quattro mesi.

Sono state altresì introdotte alcune ipotesi di radiazione dal registro redatte secondo lo schema delle analoghe previsioni contenute nel Regolamento Intermediari ma tenendo conto delle caratteristiche peculiari del *crowdfunding*⁴⁰.

Si passa, infine, all'analisi delle modalità operative e si osserva che, tra le disposizioni comuni per l'appello al pubblico risparmio, è stato inserito l'art. 100 *ter* rubricato "offerte attraverso portali per la raccolta di capitali": la disposizione pare voler coordinare la normativa in materia di offerte al pubblico di prodotti finanziari con quelle condotte mediante i portali per la raccolta di capitali. Queste ultime si caratterizzano per la

³⁹ In questo senso v. A.M. LERRO, *Equity crowdfunding: il regolamento in Gazzetta Ufficiale*, su www.altalex.it.

⁴⁰ L'art. 23, primo comma, prevede la radiazione dal registro in caso di « 1) svolgimento di attività di facilitazione della raccolta di capitale di rischio in assenza delle condizioni indicate dall'articolo 24 (*previsione nell'atto costitutivo dell'emittente del diritto di recesso o di co-vendita, nonché la pubblicazione dei patti parasociali sul sito dell'emittente*) ovvero per conto di società diverse dalle *start up* innovative, comprese le *start up* a vocazione sociale, come definite dall'articolo 25, commi 2 e 4 del decreto; 2) contraffazione della firma dell'investitore su modulistica contrattuale o altra documentazione informatica ovvero analogica; 3) acquisizione, anche temporanea, della disponibilità di somme di denaro ovvero detenzione di strumenti finanziari di pertinenza di terzi; 4) comunicazione o trasmissione all'investitore o alla Consob di informazioni o documenti non rispondenti al vero; 5) trasmissione a banche e imprese di investimento di ordini riguardanti la sottoscrizione di strumenti finanziari non autorizzati dall'investitore; 6) mancata comunicazione a banche e imprese di investimento dell'avvenuto esercizio, da parte dell'investitore, del diritto di recesso, ai sensi dell'articolo 13, comma 5, o di revoca, ai sensi dell'articolo 25; 7) reiterazione dei comportamenti che hanno dato luogo a un provvedimento di sospensione adottato ai sensi della lettera a); 7) ogni altra violazione di specifiche regole di condotta connotata da particolare gravità».

tipicità dell'oggetto che è rappresentato, esclusivamente, dalle azioni o quote emesse dalle *start up* innovative⁴¹.

Con riguardo alla disciplina delle offerte al pubblico attraverso portali, la Consob è chiamata ad assicurare la sottoscrizione da parte di investitori professionali o particolari categorie di investitori di una quota di strumenti finanziari; deve inoltre tutelare gli investitori *retail* nel caso in cui i soci di controllo cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta.

Sotto il primo profilo, viene sancito che ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale il gestore ha l'onere di verificare che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti venga sottoscritta da investitori professionali ovvero da altre "categorie particolari di investitori", individuate in fondazioni bancarie, incubatori di *start up* innovative, nonché clienti professionali privati e pubblici di diritto⁴².

⁴¹ L'art. 100 *ter* TUF precisa che le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali devono avere un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell'art. 100, comma primo, lett. c), TUF ovvero cinque milioni di euro, come previsto dall'art. 34 *ter* lett (c) del Regolamento di attuazione del TUF, concernente la disciplina degli emittenti, adottato con delibera della Consob n. 11971 del 14/5/1999, come successivamente integrato e modificato. A tal proposito si registra un interessante differenza tra il *JOBS Act* e la normativa italiana: la prima non prevede limiti all'investimento in prodotti finanziari offerti per il tramite di piattaforme *web* parametrati al reddito degli investitori.

⁴² Mentre due categorie di investitori (fondazioni bancarie ed incubatori certificati), sono sufficientemente delineate, è opportuno chiarire chi siano gli investitori professionali cui fa riferimento il Regolamento. Gli investitori professionali che qui rilevano sono quelli definiti dall'art. 1 lettera j) «investitori professionali»: i clienti professionali privati di diritto, individuati nell'Allegato n. 3, al punto I, del Regolamento Consob in materia di intermediari, adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche, nonché i clienti professionali pubblici di diritto di cui all'art. 2 del D.M. 11 novembre 2011 n. 236 emanato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze. Mentre i clienti professionali pubblici di diritto, menzionati dalla norma richiamata, sono solo il Governo e la Banca d'Italia, i clienti privati di diritto individuati sono: (1) i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri quali: a) banche; b) imprese di investimento; c) altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati; d) imprese di assicurazione; e) organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi; f) fondi pensione e società di gestione di tali fondi; g) i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci; h) soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (*locals*); i) altri investitori istituzionali; l) agenti di cambio; (2) le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali:

- totale di bilancio: 20.000.000,00 euro,
- fatturato netto: 40.000.000,00 euro,
- fondi propri: 2.000.000,00 euro.

Restano esclusi sia i clienti professionali su richiesta (e cioè le persone fisiche per le quali siano stati accertati il possesso di specifiche competenze ed esperienza in tema di operazioni finanziarie) poiché l'accertamento dello *status* dichiarato avrebbe dovuto essere rimesso a soggetti diversi dagli intermediari, *id est* ai gestori autorizzati ovvero alle stesse *start up*; sia i c.d. *business angels* e *venture capitalist*, ovvero i soggetti che appaiono essere naturalmente più interessati ad investire in *start up* innovative: forse, rispetto a queste ultime due categorie si è persa una buona occasione per introdurre nel nostro ordinamento una definizione certa e condivisa.

La percentuale di investimento, fissata nella misura del 5% coerente con quanto era emerso durante l'indagine conoscitiva, è una condizione di efficacia dell'offerta secondo quanto è stato stabilito all'esito delle consultazioni: è dunque mutato il *timing* d'ingresso dell'investitore "professionale"⁴³. A favore di questa soluzione, si è osservato che si riduce il rischio di ostacolare la raccolta, consentendo nel contempo una maggiore apertura alla concorrenza: la "bontà" del progetto è rimessa al *placet* della rete⁴⁴. D'altro canto, per gli investitori *retail* viene meno l'opportunità, da un lato, di conoscere, *ex ante*, l'identità dell'investitore professionale, che dovrebbe svolgere una funzione di garanzia in ordine alla affidabilità dell'iniziativa promossa dalla *start up* innovativa, dall'altro, di stimare la redditività e la rischiosità del progetto proposto sul portale, attraverso l'attività di preventiva valutazione dello stesso condotta, con competenza e mezzi adeguati, da soggetti esperti del settore⁴⁵. Questa interpretazione, tuttavia, pareva giustificata solo per quelle tipologie di enti con una specifica esperienza in materia di innovazione tecnologica, e quindi di *start up* innovative: in questa direzione, certamente si pongono gli incubatori certificati che hanno come oggetto esclusivo l'assunzione di partecipazioni temporanee al capitale di rischio di piccole imprese costituite in forma di società di capitali.

(3) gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie. La definizione corrisponde sostanzialmente a quella di investitori professionali privati di diritto, contenuta nell'Allegato 2 della Direttiva MIFID (2004/39/CE), mentre risulta più circoscritto il novero degli investitori pubblici. Stranamente non sono stati inclusi gli investitori professionali su domanda.

⁴³ Nella bozza del Regolamento, infatti, la sottoscrizione dell'investitore professionale era una condizione di ammissione dell'offerta sul portale

⁴⁴ Si crea un sistema di "feed back implicito" sulla realizzabilità del progetto.

⁴⁵ Così Esiti della consultazione, cit, p. 71, ove si precisa che le risposte al questionario in fase di pre-consultazione hanno evidenziato come il 41% dei rispondenti non consideri il "co-investimento" degli investitori professionali uno strumento in grado di fornire adeguate garanzie sull'affidabilità della *start up* innovativa.

Pare curioso il fatto che in un sistema di raccolta di capitali, che si propone alternativo ai canali istituzionali di finanziamento, sia previsto l'obbligo di partecipazione, anche, tra gli altri, di un investitore professionale esponente del mondo bancario⁴⁶: questo requisito riduce in modo consistente le caratteristiche di democraticità del *crowdfunding*, che rischia, viceversa, di diventare uno strumento alternativo per le banche⁴⁷. Sicché, si rischia di ottenere l'effetto contrario: riservare il nuovo *business* alle banche piuttosto che concedere a tutti la possibilità di aprire un portale. Peraltro nulla vieterebbe a queste ultime di rivendere le quote il giorno successivo alla sottoscrizione a dei promotori: in effetti la proposta, formulata in sede di consultazioni, di inserire un *lock-up* a carico degli investitori qualificati di durata pari almeno a quello previsto per gli azionisti di controllo non trova riscontri nella delega legislativa. Tuttavia, un incentivo al mantenimento delle partecipazioni per i primi due anni potrebbe derivare dalle disposizioni relative alla decadenza dai benefici fiscali di cui al Decreto crescita *bis*⁴⁸.

L'obbligo di sottoscrizione da parte di investitori istituzionali implica anche il rischio che i progetti imprenditoriali di più modesto rilievo economico difficilmente potranno trovare spazio nel nuovo ambiente regolatorio.

Ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale e nell'ottica di tutelare gli investitori rispetto alle dinamiche del gruppo di comando della compagine sociale, il gestore deve verificare che siano stati introdotti, nello statuto ovvero nell'atto costitutivo dell'emittente, da un lato, il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni, nonché le modalità e condizioni di esercizio, qualora i soci di controllo trasferiscano le relative partecipazioni a terzi, dall'altro la comunicazione alla società nonché la pubblicazione dei patti parasociali sul sito internet dell'emittente.

⁴⁶ Sul punto cfr. U. PIATTELLI, cit., (nt. 7), p. 88, che afferma: «non si comprende perché investitori professionali e fondazioni bancarie dovrebbero essere interessati ad investire in siffatte entità che, per le dimensioni delle relative offerte, sono nella migliore delle ipotesi, oggetto dell'attenzione di fondi di *Venture Capital* o di *Business Angels*»: in ogni caso, l'attuale previsione implica il fallimento dell'offerta se non si trova l'investitore professionale disposto a sottoscrivere il 5% «con buona pace dello spirito sul quale si basa il modello di raccolta di fondi attuato attraverso il *crowdfunding*»: in quest'ottica l'Autore ridefinisce, in modo provocatorio, il fenomeno con l'allusivo "*crowdbanking*".

⁴⁷ In questo senso, G. DETTORI, *Startup innovative e raccolta di capitale online: gli aggiornamenti sulla Legge Sviluppo 2.0*, 6 maggio 2013, su www.chefuturo.it.

⁴⁸ Tali benefici decadono in caso di cessione, anche parziale dell'investimento entro i primi due anni dalla sottoscrizione comportando l'obbligo di restituzione dell'importo detratto dall'imposta ovvero la ripresa a tassazione dell'importo dedotto dal reddito imponibile, unitamente agli interessi legali. Così Esiti della consultazione, cit., p. 73.

Sotto il primo profilo, si precisa che il diritto di recesso ovvero quello di co-vendita sono riconosciuti per il periodo in cui sussistono i requisiti di “*start up* innovativa” e, in ogni caso, per almeno tre anni dalla conclusione dell’offerta: così i soci fondatori non dovrebbero incappare nella tentazione di rinunciare allo *status* di *start up* innovativa pur di vendere il *business* alle spalle dei *crowdfunder*⁴⁹.

Anche in questo caso ci troviamo di fronte ad una scelta legislativa a tutela anche del contraente debole a cui viene garantita una *way out* al verificarsi di una situazione potenzialmente dannosa, concedendo la possibilità di inserire clausole convenzionali di recesso ovvero di “*tag along*”, che impongono al socio di maggioranza di vendere, insieme alla sua quota e alle medesime condizioni, anche quella del socio di minoranza allo scopo di evitare pregiudizi agli investitori dinnanzi ad una importante mutazione nella compagine sociale. D’altro canto, secondo gli schemi tradizionali, il diritto di recesso viene concesso di fronte ad ipotesi gravi: in questo senso, l’uscita dei soci di controllo è ritenuta particolarmente rilevante, atteso che si discute di uno specifico tipo di società, focalizzato sulla capacità di generare innovazione tecnologica, caratteristica generalmente legata alle persone fisiche⁵⁰.

4. Profili operativi ed eventuali lacune della disciplina.

L’analisi, dal sapore necessariamente informativo, delle recenti norme, primarie e secondarie, non offre soluzioni in ordine ad alcuni profili applicativi, ed anzi solleva problematiche nuove in sede ermeneutica.

In primo luogo, occorre mettere a fuoco la scena ed individuare i protagonisti e i relativi ruoli: per ogni operazione di *equity crowdfunding* intervengono una società emittente, *start up* innovativa, ed un finanziatore, che si incontrano virtualmente su di una piattaforma organizzata da un gestore di portali. La piattaforma è la “*vetrina online*” attraverso la quale, come si deduce dalla rubrica del nuovo art. 50 *quinquies* TUF, l’emittente offre agli investitori «strumenti di capitale di rischio», *i.e.* azioni o quote eventualmente fornite di diritti particolari nella logica dei finanziamenti, con l’esclusione pertanto della possibilità di offrire strumenti di debito ovvero “*ibridi*” non rappresentativi del capitale: scelta quest’ultima che potrebbe allontanare dal *crowdfunding* quei potenziali investitori con portafogli finanziari che non contemplano prodotti ad alto rischio e, ma solo eventuale, alta crescita.

⁴⁹ Così A.M. LERRO, cit., (nt. 39).

⁵⁰ V. ID, cit., (nt. 39).

La piattaforma pare svolgere un ruolo cruciale: in questo senso aiuta, da un lato, gli investitori a selezionare i settori e le società di interesse e a reperire, velocemente, informazioni sul progetto imprenditoriale per comprenderne caratteristiche e rischi, dall'altro, le *start up* a promuovere la loro crescita favorendo il contatto diretto con i privati interessati ad investire in quelle.

Le offerte vengono pubblicate sul sito del portale attraverso apposite schede informative redatte secondo il modello fornito nel Regolamento Consob e possono essere presentate anche con strumenti multimediali tramite immagini, video e "*pitch*", si tratta di presentazioni che descrivono la società, la sua idea di *business*, i soci fondatori e i piani che intendono perseguire: giacché la scelta di investire in *start up* innovative si basa, prevalentemente, su di un approccio di tipo emozionale, piuttosto che su ragionamenti economici e razionali, queste modalità, certamente, risultano più efficaci⁵¹.

Le proposte *online* di strumenti finanziari costituiscono offerte speciali a cui si applicano le regole stabilite dalla legge e dal recente regolamento Consob⁵²: possano essere inquadrate come offerte al pubblico - in quanto sulla piattaforma dovrebbero infatti essere pubblicati tutti gli elementi essenziali del contratto - svolte dalle società emittenti per il tramite del portale. Come si è già sottolineato, la responsabilità rispetto alle informazioni fornite dalla piattaforma agli investitori pare far capo esclusivamente alla *start up* innovativa.

Sotto il profilo prettamente societario, alla luce del modello tracciato dal legislatore, si delinea, in seguito al finanziamento erogato dalla folla, un'ipotesi di aumento del capitale sociale a pagamento. Il finanziamento, in effetti, avviene a fronte dell'assegnazione agli investitori di quote o azioni fornite, presumibilmente, di diritti particolari che

⁵¹ Così si legge nella guida "*Equity crowdfunding...Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una start-up innovativa tramite portali on-line*", con questo documento la Consob si propone di innalzare le "difese immunitarie" dei piccoli risparmiatori che intendono avvalersi di questo nuovo strumento per la raccolta di fondi, reperibile su www.consob.it. Sul tema v. U. PIATTELLI, cit., (nt. 7), p. 100, che sottolinea la funzione del gestore di selezione dei progetti di investimento da pubblicizzare, ovvero compie una prima scelta destinata a riverberare i propri effetti sugli investitori: in tal guisa, il *rating* di gradimento del portale sarà dato dalla percentuale di progetti completati con successo rispetto al numero complessivo dei presentati.

⁵² In particolare, esse non possono superare la somma di cinque milioni di euro, possono essere trattate solo da portali gestiti da soggetti iscritti ovvero annotati nel Registro della Consob, vanno a buon fine solo se il 5% del loro ammontare è sottoscritto da un investitore professionale, possono avere ad oggetto solo strumenti finanziari rappresentativi del capitale di rischio e devono riconoscere il diritto di revoca agli investitori per i casi in cui intervengano cambiamenti significativi della situazione della *start up*.

rendano “desiderabile” l’investimento: si tratta di un modello di *equity based crowdfunding* che determina un aumento “reale” del capitale sociale. La prospettiva perseguita dal finanziatore, seppure forse spinto da un impulso più emotivo che razionale verso l’iniziativa imprenditoriale proveniente dal *web*, è quella tradizionale di ottenere un rendimento che si realizza sotto forma di partecipazione societaria.

Risulta, dunque, opportuno volgere lo sguardo alle norme procedurali dedicate alla fattispecie dell’aumento del capitale sociale, peraltro non dissimili nelle s.p.a. e nelle s.r.l., al fine di stabilire l’innesto di questa particolare ipotesi su quelle⁵³.

In questo contesto, pare che il diritto di opzione ovvero di sottoscrizione, rispettivamente delle azioni o quote, che sorge in sede di aumento del capitale, potrebbe venir meno per un fattore di “selezione naturale”, nel senso che i soci potrebbero non essere così interessati al “peso” della loro partecipazione rispetto alla compagine sociale: si tratterà infatti, prevalentemente, di micro-conferimenti che non rischiano di subire un significativo effetto “diluizione” per l’entrata di nuovi soci. In questo senso, emerge un *identikit* dell’investitore-tipo come di un socio “assente”, mero-investitore, che probabilmente prediligerà l’assegnazione di categorie di quote o azioni privilegiate sotto il profilo patrimoniale più che amministrativo. A tal proposito, si osserva che comunque l’aumento dovrà seguire la disciplina comune e rispecchiare la struttura finanziaria della società affinché sorga il diritto di opzione per coloro che siano già soci detentori di partecipazioni “speciali”. In ogni caso, nell’ambito delle società a responsabilità limitata che, come già più volte detto, rappresentano il modello di elezione per la costituzione delle neo-*start up* innovative, è la legge che espressamente prevede la possibilità, attraverso una clausola dell’atto costitutivo, di escludere il diritto di sottoscrizione, offrendo le quote di nuova emissione solo ai terzi: questa soluzione pare la più adeguata alla fattispecie in questione. Viceversa, nelle s.p.a. si può escludere il diritto di opzione quando l’interesse sociale lo esiga⁵⁴: sarà dunque questa l’unica strada percorribile nel caso si volesse cercare tra il pubblico nuovi finanziamenti.

Per agevolare l’operazione di *crowdfunding*, sembra ragionevole immaginare che la delibera di aumento consenta espressamente che il capitale venga incrementato di un importo pari alle sottoscrizioni raccolte:

⁵³ Sul tema dell’aumento del capitale sociale, per le s.p.a., v. CAGNASSO, *Le modifiche statutarie e il diritto di recesso*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Gastone Cottino, volume quarto, Padova, 2010, p. 970 ss.; per le s.r.l., v. CERRATO, *Aumenti di capitale e diritti del socio di s.r.l.*, in *Le nuove s.r.l.*, diretta da M. Sarale, Zanichelli, Bologna, 2008, p. 761 ss.

⁵⁴ Sul tema v. O. CAGNASSO, cit., (nt. 52).

si tratterà, dunque, di un aumento scindibile, ugualmente realizzabile nelle s.p.a. come nelle s.r.l..

Sorgono tuttavia evidenti problemi di coordinamento tra la disciplina dell'aumento e quella in esame: in effetti, la *start up* innovativa che "lancia" il *crowdfunding* ad una platea, potenzialmente, molto vasta di soggetti, non può sapere *a priori* quanto capitale verrà eventualmente raccolto e a quanto complessivamente ammonterà il valore dell'operazione.

In questa prospettiva, forse si potrebbero inquadrare i contributi del *crowd* quali versamenti in conto capitale per un futuro aumento ovvero versamento in conto aumento: con queste formule sono stati, tradizionalmente, identificati quegli apporti dei soci destinati a coprire un aumento di capitale già deliberato ma non ancora formalmente eseguito ovvero quei versamenti destinati ad un generico aumento collocato nel tempo a venire o prossimo a essere deliberato⁵⁵. Quest'ultima ricostruzione, se riferita all'ipotesi dei finanziamenti da parte di terzi piuttosto che dei soci, pare la più adatta al caso di specie; e ciò è ancor più "calzante" se si considera che caratteristica peculiare di questi apporti risulta essere la sussistenza di un obbligo di restituzione a carico della società: i versamenti effettuati in previsione di un determinato aumento debbono essere dunque considerati risolutivamente condizionati alla mancata esecuzione di questo nei termini eventualmente fissati⁵⁶.

Nel caso del *crowdfunding*, condizione risolutiva dell'operazione, come già ampiamente segnalato, è la sottoscrizione di almeno il 5% dell'offerta da un investitore "sponsor".

Sotto il profilo contabile, se risulta che i versamenti sono soggetti a condizione risolutiva, essi debbono essere trattati come finanziamenti ed apposti fra i debiti: a seconda dell'esito dell'operazione, la posta si consoliderà definitivamente nella voce "capitale", oppure (laddove l'aumento non sia stato eseguito e sorga un diritto alla restituzione) fra i debiti del passivo reale⁵⁷.

Ulteriore problema nell'inquadramento giuridico della fattispecie è legato all'individuazione del momento e del luogo in cui si perfeziona il contratto tra l'investitore e la *start up* innovativa⁵⁸: dall'adesione all'offerta

⁵⁵ Così S. CERRATO, cit., (nt. 52).

⁵⁶ Così ID, cit., (nt. 52).

⁵⁷ Così M. RUBINO DE RITIS, *Gli apporti spontanei in società di capitali*, Giappichelli, Torino, 2001, p. 134 ss.

⁵⁸ Analoghi problemi sono sorti nell'ambito della disciplina dei contratti di consumo via internet, v. G. DE NOVA, *Un contratto di consumo via Internet*, in *Contratti*, 1999, p. 113 ss., secondo cui partendo dal principio generale in base al quale al contratto risulta concluso nel luogo e al momento in cui il proponente ha notizia dell'accettazione della proposta, e considerato che la legge reputa inviato e pervenuto al destinatario un documento

all'effettivo possesso degli strumenti finanziari, e quindi dei relativi diritti, potrebbe trascorrere del tempo e talvolta, come detto, l'offerta potrebbe non andare a buon fine. La qualità di socio, pertanto, non si assume immediatamente con la sottoscrizione dell'ordine di adesione e l'esecuzione del bonifico *online* a favore del conto corrente indisponibile, intestato all'emittente e deputato a queste operazioni, bisognerà attendere il termine finale fissato per il *crowdfunding* e la successiva iscrizione della delibera di aumento del capitale sociale presso il registro delle imprese⁵⁹.

In ogni caso, la delibera con cui si opti per la scindibilità dell'aumento potrà definire le condizioni di efficacia delle singole sottoscrizioni, prevedendo un'efficacia differita ovvero anche per *tranche*, in tal caso l'aumento verrebbe suddiviso in blocchi⁶⁰.

D'altro canto, i versamenti provenienti dal "*crowd*" dovrebbero essere eseguiti in denaro e per intero in modo che le azioni o quote risultino sempre interamente liberate e la *start up* possa lanciare ulteriori offerte.

Dal punto di vista dell'investitore si prospettano una serie di rischi: quello della perdita del capitale investito, quello della illiquidità dell'investimento e non ultimo quello della sottoscrizione di un contratto *online*.

Sotto il primo profilo, è la stessa Consob a sottolineare il rischio legato al tipo di investimento in realtà societarie nuove, senza storia, nella quali l'eventualità che il progetto non vada a buon fine è chiaramente superiore rispetto a società già collaudate ed operanti in determinati settori: la mancanza di elementi economici e razionali cui fare riferimento e, di conseguenza, l'approccio inevitabilmente emozionale con cui si valuta l'investimento, comportano l'opportunità di investire somme per cui si ritiene di poter subire una perdita totale⁶¹. Si tratta, tuttavia, di un rischio fisiologico che il legislatore ha tentato, come abbiamo visto attraverso vari strumenti normativi, di arginare fortificando i presidi laddove gli investimenti siano di ammontare significativo.

Le partecipazioni in *start up* innovative non sono negoziabili su mercati organizzati e, quindi, non sono facilmente liquidabili ed è altresì

informatico trasmesso per via telematica all'indirizzo elettronico di quello, ma poiché il sito non ha una collocazione spaziale, il luogo di conclusione del contratto sarà quello indicato dal proponente.

⁵⁹ G. OPPO, *Disumanizzazione del contratto?*, in *Riv. dir. civ.*, 1998, I, p. 531, secondo cui la digitazione del numero della propria carta di credito varrebbe quale semplice autorizzazione a riscuotere e non quale pagamento del prezzo.

⁶⁰ Sul punto v. M. NOTARI, *Il diritto di opzione e la sua esclusione*, in *s.r.l. commentario*, dedicato a Giuseppe B. Portale, Giuffrè, Milano, 2011, p. 932.

⁶¹ Così si legge nella guida "*Equity crowdfunding...Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una start-up innovativa tramite portali on-line*", cit.

difficile stimarne il valore: non esistendo un mercato secondario su cui effettuare gli scambi, l'investitore deve essere consapevole del rischio di restare "prigioniero" dell'investimento, anche questo elemento conferma l'opportunità di destinare somme compatibili con il paventato pericolo; resta salvo il diritto di recesso nei casi contemplati dal Regolamento e nelle tradizionali ipotesi previste dal codice civile per le società di riferimento. In ogni caso, in assenza di un mercato organizzato per lo scambio, la società emittente potrebbe avere interesse ad agevolare un mercato dei propri strumenti finanziari: a tal fine si potrebbe immaginare la creazione, con l'ausilio del portale, di punti di incontro "virtuali" tra gli investitori (*blog*) dove i soci possano seguire gli sviluppi della vita societaria e proporre la compravendita dei propri strumenti finanziari⁶².

Vi è poi il fattore *web* con tutti i problemi annessi alla contrattazione *online*: la diffusione dell'utilizzo di internet per le transazioni commerciali ha aumentato il rischio di «incappare in iniziative illecite o in vere e proprie truffe»⁶³. Sul punto peraltro nulla è detto nel regolamento e, di conseguenza, sorge spontaneo domandarsi quale sia la disciplina applicabile a questi contratti: nel silenzio delle norme occorre, probabilmente, rifarsi, nei limiti della compatibilità, alle regole impiegate per risolvere i problemi derivanti dall'*e-commerce* nel peculiare settore del collocamento dei prodotti finanziari⁶⁴. Il *corpus* normativo di riferimento

⁶² In questo senso v. la guida "Equity crowdfunding...Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una start-up innovativa tramite portali on-line", cit.

⁶³ V. la guida "Equity crowdfunding...Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una start-up innovativa tramite portali on-line", cit., secondo cui di fronte ad una proposta di investimento via *e-mail*, o se si intende aderire ad un'offerta per sottoscrivere o acquistare prodotti finanziari su un sito internet, è bene fare qualche verifica in più, ad esempio: controllare che il soggetto che propone l'investimento sia chiaramente identificabile; verificare che gli indirizzi forniti (telefono, *fax* e sede del soggetto) corrispondano effettivamente a quelli del soggetto; verificare sempre direttamente presso la Consob che il gestore del portale sia iscritto al registro dei gestori di portali tenuto dalla Consob; verificare che l'indirizzo internet del portale cui si è connessi coincida con quello indicato nel registro dei gestori di portale presente sul sito della Consob; ricordare che la raccolta di capitali promossa tramite portali di *crowdfunding* iscritti nella sezione ordinaria del registro tenuto dalla Consob si perfeziona sempre tramite banche o imprese di investimento (SIM). Sul tema, v. O. CAGNASSO - G. COTTINO, *Contratti commerciali*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Gastone Cottino, vol. 9, Cedam, Padova, 2009, p. 68; F. AZZARRI, *La conclusione dei contratti telematici nel diritto privato europeo*, in *Contratti*, 2010, p. 301 ss.; E. BACCIARDI, *Contratti telematici e diritto di recesso*, in *Contratti*, 2010, p. 381 ss.

⁶⁴ Cfr. V. SANGIOVANNI, *Il diritto di recesso nella commercializzazione a distanza di servizi finanziari*, in *Contratti*, 2009, p. 411 ss.; A. TORELLI, *Contratti a distanza e tutela consumatori. La nuova disciplina nella commercializzazione dei servizi finanziari*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2006, p. 644 ss.; F. DELFINI, *Commercio elettronico e servizi di investimento*, in *Contratti*, 2000, p. 716 ss. Quanto alla normativa vengono in rilievo dapprima la Direttiva sul commercio

sarebbe, dunque, composito: in parte reperibile nel Testo Unico della Finanza, e nei documenti a quello “accessori”, ed in parte rinvenibile nel contesto del Codice del Consumo. In particolare, vi è chi ha intravisto in quest’ultimo testo legislativo un ulteriore strumento di tutela per i *crowdfunder*, ignorato dal Regolamento Consob: si tratta dell’art. 67 *duodecies*, d.lgs. 206/05, che sospende l’efficacia del contratto, concluso via internet ed avente ad oggetto attività di investimento, per quattordici giorni, decorrenti alternativamente dalla data di conclusione del contratto o dalla data in cui il cliente riceve l’informativa sulle condizioni contrattuali, se successiva; durante tale periodo, l’investitore può recedere dal contratto di investimento senza fornire alcun motivo e senza penali⁶⁵.

Le sanzioni previste dal Codice del Consumo per l’inadempimento sono molto gravi: il contratto di investimento è nullo, ma la relativa nullità può essere fatta valere solo dal consumatore, in caso di violazione degli obblighi informativi, di omessa indicazione del diritto di recesso nel contratto, di omesso rimborso da parte dell’intermediario entro i quindici giorni successivi all’esercizio del recesso; sono inoltre previste pesanti sanzioni amministrative pecuniarie per chi ostacoli l’esercizio del diritto di recesso ovvero non rimborsi al consumatore le somme eventualmente pagate. Questo *kit* normativo sarà applicabile al caso in esame? L’estensione della tempistica per l’esercizio del diritto di recesso, fondata su di una norma di rango primario, sarà percorribile?

Sull’onda di queste riflessioni sorge un ulteriore interrogativo: a tutela della folla che eventualmente avesse investito nel *business* “innovativo” si può configurare la possibilità di promuovere un’azione collettiva risarcitoria, ovvero con un termine molto in voga una *class action*, contro la gestione abusiva della *start up* innovativa?

In ultimo, uscendo per un attimo dal perimetro della normativa in commento, si osserva che, in via teorica, il finanziamento potrebbe essere anche erogato espressamente a “fondo perduto”: ci troveremmo, probabilmente, di fronte ad un modello di *donation based* per cui non è prevista una forma di ricompensa di qualsiasi genere della somma versata

elettronico (Direttiva 2000/31/CE), recepita con il d.lgs. 9 aprile 2003, n. 70, con un ambito di applicazione piuttosto esteso e successivamente il d.lgs. 19 agosto 2005, n. 190, che è specificatamente intervenuto anche sulla disciplina dei contratti aventi ad oggetto servizi finanziari, transitato nel Codice del consumo, d.lgs. 206/05.

⁶⁵ Il recesso deve essere esercitato a mezzo raccomandata con ricevuta di ritorno, a meno che prima della conclusione del contratto venga comunicato un diverso strumento. In conseguenza all’esercizio del recesso l’intermediario deve rimborsare tutte le somme versate dal consumatore, potendo trattenere solo il costo del servizio effettivamente prestato (ad es. le commissioni di incasso trattenute dall’esercente il servizio di carta di credito). Il diritto di recesso, come tutti i diritti del consumatore stabiliti dal Codice del Consumo, è irrinunciabile.

e non troverà applicazione, quantomeno diretta, la recente normativa, in quanto destinata *all'equity based crowdfunding*. Sotto il profilo contabile, si tratta di un versamento in conto capitale che in bilancio troverà la propria collocazione in "altre riserve" del patrimonio netto⁶⁶. La prospettiva del finanziatore è unicamente rappresentata dalla soddisfazione di un interesse di natura idealistica.

D'altro canto, il finanziamento potrebbe avvenire anche a fronte della dazione di un bene, prodotto ovvero servizio "innovativo": in questo caso, probabilmente si configura una forma di *reward based*, di difficile inquadramento in ambito societario. Lo scopo perseguito dal finanziatore non è quello di partecipare alla società, ma di contribuire al successo dell'iniziativa e ricevere quella ricompensa in natura promessa.

In entrambe le ipotesi, dal punto di vista della *start up* innovativa si realizzerebbe non un'offerta al pubblico, bensì la fattispecie "meno vincolata" dell'invito a offrire, senza ovvero con obbligo di ricompensa.

Per completezza, pare opportuno segnalare che i finanziamenti alle *start up* innovative potranno provenire anche da altre fonti che non prevedano l'utilizzo del web: in queste ulteriori ipotesi, necessariamente percorribili, si applicheranno le regole ordinarie del diritto comune.

Questi paiono i probabili meccanismi e sviluppi del *crowdfunding* sul fronte operativo; tuttavia, di fronte alle lacune e all'assenza di sperimentazione occorre tentare delle ipotesi con riguardo all'auspicabile evoluzione del fenomeno sotto esame.

Un vero limite della disciplina in esame pare il ristretto ambito applicativo della stessa tracciato dalla normativa primaria: quello delle *start up* innovative costituisce in effetti un settore "di nicchia" rispetto ad un meccanismo che potrebbe essere utilizzato in numerosi contesti.

I rischi legati a questa impostazione paiono essenzialmente due: da un lato, quello di associare il *crowdfunding* alle sole realtà per le quali è stato regolamentato, abbandonando le altrettanto interessanti applicazioni socio-culturali, dall'altro quello di ingenerare un'ingiustificata discriminazione, tra società di pari dimensioni e svolgenti attività analoghe, nel reperimento sul mercato di capitale.

In questa prospettiva, vi è chi ha individuato con argomentazioni differenti margini di manovra per svolgere un'attività di raccolta di capitali di rischio attraverso piattaforme *web* al di fuori delle ipotesi contemplate nel decreto⁶⁷.

⁶⁶ In questo senso, S. CERRATO, cit.,(nt. 52).

⁶⁷ In questo senso cfr. M. MALTONI- P. SPADA, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, su www.cavererespondere.it, secondo i quali «nella nozione di "offerta al pubblico" di prodotti finanziari, fissata nel glossario dell'art. 1, comma 1°, lett t) del TUF, rientra "ogni comunicazione, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che

Le prospettive in ordine ai possibili sviluppi della regolamentazione del *crowdfunding* debbono poi passare anche attraverso l'Europa e la MiFID⁶⁸. È perciò auspicabile un intervento normativo a livello europeo volto a ristabilire l'uniformità nella tutela degli investitori, indipendentemente dai profili degli emittenti, ad introdurre una disciplina generale per il fenomeno del *crowdfunding*, allargando gli attuali angusti confini della regolamentazione italiana (oltre le *start up* innovative) ed, infine, ad adottare da parte dell'organismo di vigilanza europeo, ESMA, prassi di controllo uniformi⁶⁹.

D'altro canto, l'Italia, pur all'avanguardia nella regolamentazione, sconta la pena dell'assenza di esperienza in questo settore e risulta caratterizzata da una diffusa scarsa familiarità con il *web* che produce diffidenza e sfiducia negli acquisti *online* e il rischio di allontanamento degli investitori, per tradizione cauti, da questi nuovi meccanismi⁷⁰.

La regolamentazione in esame rappresenta, in ogni caso, un importante traguardo: il primo grande passo per sostenere la "rivoluzione del *crowdfunding*" che si accompagna all'evoluzione sociale della rete e dei *social media*. Tuttavia, il quadro complessivo resta *in itinere* e tutt'altro che definito⁷¹.

presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti"; sicché non si vede ostacolo alcuno a veicolare l'offerta tramite portali telematici – impregiudicata la vigilanza Consob. La riserva del portale all'offerta di sottoscrizione di prodotti finanziari emessi da imprese *start up* innovative, immune dal regime delle offerte di sottoscrizione e vendita di cui al capo I, del titolo II, della parte IV del TUF (perché di ammontare inferiore a quello fisato dalla Consob, a norma della lett. c dell'art. 100, 1° comma), non solo non esclude l'offerta di sottoscrizione con altre modalità ma dovrebbe far salva l'applicazione dell'art. 100 *bis* che esige il prospetto nel caso della rivendita di prodotti finanziari già oggetto di un'offerta "esente dall'obbligo di pubblicazione del prospetto". Insomma, si ha l'impressione che l'art. 30 della legge in commento abbia dettato una disciplina dei portali come veicolo di offerte al pubblico di prodotti finanziari concepita per i prodotti finanziari delle imprese *start up* innovative; ma che, nel sistema del TUF, il regime di questa modalità d'offerta debba riferirsi ad ogni offerta al pubblico, indipendentemente dalla connotazione dei prodotti offerti». Sul tema cfr. anche U. PIATTELLI, cit., (nt. 7), p. 100; M. PINTO, cit., (nt. 7).

⁶⁸ G. GIANNELLI, *Proposte di modifica alla Direttiva MiFID da parte della Commissione europea*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 1338, dove si sottolinea come la proposta comunitaria sia nel senso di estendere, in modo consistente, l'applicazione degli obblighi di comportamento.

⁶⁹ In questa direzione si sta muovendo la Commissione Europea che, in data 3 ottobre 2013, ha lanciato una consultazione pubblica (che si chiuderà il 31 dicembre) su questo processo di finanziamento per esplorare le modalità secondo cui l'azione europea può promuovere il *crowdfunding* in Europa.

⁷⁰ V. D. CASTRATARO- I. PAIS, cit., (nt. 9).

⁷¹ Sul punto nella Relazione sull'attività di analisi di impatto della regolamentazione, cit., p. 20, si legge che «con riferimento alla valutazione *ex post* del Regolamento cd. "*crowdfunding*" sono stati identificati alcuni indicatori che potranno offrire una rappresentazione quantitativa dell'impatto della regolamentazione. I dati presi in

considerazione saranno quelli maggiormente in grado di rappresentare indicatori di risposta a quattro domande fondamentali sul Regolamento: a) Ha favorito lo sviluppo dell'attività da parte di gestori autorizzati istituendo regole semplici e poco onerose? b) Ha creato un ambiente affidabile? c) Che tipo di investitori operano attraverso i portali? d) Che ruolo rivestono gli investitori istituzionali? Sulla base di queste domande è stato definito un primo set di indicatori in grado di orientare l'Istituto nella VIR, che sarà successivamente integrato tenendo conto dei dati effettivamente disponibili».