



***L'EQUITY-BASED CROWDFUNDING:
NUOVA FRONTIERA DEL
FINANZIAMENTO ALTERNATIVO PER
LE START-UP INNOVATIVE***

di Gioia Arnone

Copyright 2020 Diritto per il Futuro Srls

Agosto 2020

ISBN 978-88-31212-30-4

**L'EQUITY-BASED CROWDFUNDING:
NUOVA FRONTIERA DEL FINANZIAMENTO ALTERNATIVO PER
LE START-UP INNOVATIVE**

di Gioia Arnone

L'attuale contesto macroeconomico, oltre ad influire negativamente sulle realtà economiche già esistenti, rischia di penalizzare le start-up che, essendo entità di recente costituzione, presentano difficoltà di accesso al sistema creditizio tradizionale in virtù dell'inesistenza di un *cash flow* iniziale, di un basso livello di capitalizzazione, nonché della mancanza di dimensioni adeguate e di una storia consolidata. Per far fronte alla stretta creditizia attuale ed ai limiti che questa ha imposto agli investimenti, le start-up possono accedere ad una più innovativa e democratica formula di investimento, lasciandosi finanziare da chiunque ritenga un progetto imprenditoriale convincente e di successo: il *crowdfunding*.

Si tratta di un fenomeno che sfrutta il potenziale della viralità del *web* e dei nuovi schemi legati all'affermarsi dei *social media*, tramite i quali si prova a convertire dei contatti in sostenitori e promotori della propria idea d'impresa.

In particolare, l'*equity crowdfunding* si distingue da altre forme di investimento in quanto permette a tutti gli individui di diventare degli investitori. A differenza delle altre tipologie, infatti, l'*equity-based crowdfunding* permette all'investitore, quale ricompensa per il finanziamento erogato, di diventare a tutti gli effetti socio dell'azienda finanziata, procedendo alla sottoscrizione del capitale di rischio, ottenendo quote o azioni di start-up innovative, unitamente a tutti i relativi diritti patrimoniali ed amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa.

L'applicazione dei principi del *crowdfunding* in ambito aziendale ha dato vita ad una nuova relazione tra iniziativa imprenditoriale e finanziatrice, allargando la possibilità non soltanto ad imprenditori, bensì a chiunque volesse di partecipare attivamente alla nascita e allo sviluppo di un'impresa od un progetto durante la fase di start-up. E difatti, il vero potere del *crowdfunding* risiede nella capacità di sfruttare la "saggezza della folla" e crea una sorta di partecipazione attiva che non si limita al semplice

apprezzamento, ma si traduce in sostegno concreto, ribaltando completamente la tradizionale posizione dei consumatori, che - in tal modo - divengono soggetti attivamente coinvolti nel processo di realizzazione di un bene o di un servizio, in quanto questi decidono di pagare per la produzione e la promozione di un prodotto, anziché limitarsi al mero acquisto, sostenendone vieppiù il rischio. In particolare, gli *equity crowdfunders* sono mossi dal desiderio di partecipare attivamente allo sviluppo di un progetto condiviso in cui credono e verso cui nutrono forte apprezzamento, contribuendo a renderlo possibile non solo finanziandolo ma anche apportando spunti e idee.

Per reperire i mezzi finanziari di cui hanno bisogno, le start-up innovative possono far ricorso a specifiche piattaforme di *crowdfunding* che, adeguatamente sfruttate, rappresentano uno strumento molto efficace nel reperimento di risorse finanziarie, offrendo ad imprenditori e finanziatori benefici spesso non soddisfatti da altre modalità di finanziamento più tradizionali, come la velocizzazione delle tempistiche di accesso al capitale, una migliore remunerazione del capitale investito, la valutazione preliminare del *business plan* da parte degli investitori e dei potenziali consumatori, la condivisione del rischio di impresa con un elevato numero di piccoli finanziatori, etc ...

1 - La disciplina dell'Equity Crowdfunding in Italia

L'Italia è stato il primo Paese al mondo a dotarsi di una normativa *ad hoc* in materia di *equity*, inserendosi in un contesto caratterizzato da varie criticità.

La chiusura dei rubinetti finanziari, un sistema burocratico troppo lento ed una pressione fiscale troppo opprimente ostacolano l'operatività di molte aziende, che reagiscono adottando forme contrattuali non idonee a valorizzare in termini economici le proprie competenze oppure trasferendo all'estero la propria attività.

Tutto ciò ha giustificato l'impegno messo in atto dal Ministero dello Sviluppo Economico a partire dal 2012 per creare un ambiente favorevole allo sviluppo ed all'investimento in imprese che fanno di innovazione, ricerca, sviluppo ed avanguardia tecnologica i loro punti di forza.

Nel dettaglio, il Legislatore italiano ha riconosciuto l'*equity crowdfunding* con il Decreto Legge n. 179 del 18 ottobre 2012, convertito con la legge n.

221 del 17 dicembre 2012, recante “Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese” (c.d. “Decreto Crescita 2.0”).

Tra le misure previste dal Decreto, particolare attenzione è stata data alle start-up innovative, le quali, se in possesso dei requisiti necessari stabiliti dal Decreto per poter essere definite tali, godono di una disciplina di favore con riferimento ad agevolazioni fiscali, deroghe al diritto societario, al diritto fallimentare, al diritto del lavoro, etc... e possono raccogliere capitale di rischio, offrendo proprie quote o azioni tramite apposite piattaforme *on-line*, tramite l'*equity crowdfunding*.

La CONSOB, attuando la delega contenuta nell'art. 30 del D.L. n. 179/2012, ha emanato con delibera n. 18592 il “Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line” del 26 giugno 2013 (di seguito Regolamento CONSOB). Tale Regolamento, aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 19520 del 24 febbraio 2016, ha disciplinato questo tipo di attività, riservandola a banche, imprese di investimento ed a soggetti (cosiddetti “gestori ordinari”) iscritti in un apposito registro tenuto dalla CONSOB.

Inizialmente, lo strumento in esame era circoscritto alle sole start-up innovative, come definite dall'art. 25, comma 2, del D.L. n. 179/2012, destando molte perplessità in dottrina, poiché in un contesto normativo in cui centralità veniva data alla tutela dell'investitore non professionale, il fatto di limitare l'*equity crowdfunding* soltanto alle start-up creava delle disparità di trattamento tra soggetti aventi una diversa veste giuridica.

Pertanto, il Legislatore, con il D.L. n. 3/2015 (c.d. Decreto Investment Compact) è intervenuto ampliandone il perimetro applicativo anche alle PMI innovative come definite dall'art. 4 del medesimo Decreto, all'organismo di investimento collettivo del risparmio (OICR) che investe prevalentemente in start-up innovative e PMI innovative ed alle società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative e in PMI innovative.

Prima fra tutti, l'Italia ha inoltre previsto una specifica regolamentazione al fine di tutelare sia l'investitore (specialmente non professionale) che l'offerente, ma anche per prevenire i fenomeni del rischio truffa e riciclaggio.

In particolare, l'*equity-based crowdfunding* trova la sua genesi italiana all'interno dell'art. 30 del D.L. n. 179/2012, rubricato “Raccolta di capitali

di rischio tramite portali online ed altri interventi di sostegno per le start-up innovative”.

Nel complessivo disegno del Legislatore, l'*equity crowdfunding* è visto come uno strumento che può favorire lo sviluppo delle start-up innovative attraverso regole e modalità di finanziamento in grado di sfruttare le potenzialità di internet.

Occorre precisare, però, che le attuali disposizioni in esso contenute sono il frutto di una serie di interventi legislativi che dal 2012 ad oggi si sono succeduti.

1.1 - Il Decreto legge n. 179/2012 e le start-up innovative

Con il c.d. Decreto Crescita 2.0, recante “Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese” e convertito dal Parlamento con Legge del 18 dicembre 2012 n. 221, il Legislatore ha introdotto nell’ordinamento giuridico italiano la definizione di impresa innovativa ad alto valore tecnologico, ossia la “start-up innovativa”.

Il corpus normativo di cui agli artt. 25-32 della IX sezione del citato Decreto mira “[...] a creare condizioni e strumenti favorevoli per la nascita e lo sviluppo di start-up innovative”.¹

In modo particolare, il comma 1 dell’art. 25 del Decreto specifica come gli obiettivi fondamentali perseguiti dalle disposizioni citate sono quelli di “contribuire allo sviluppo di nuova cultura imprenditoriale, alla creazione di un contesto maggiormente favorevole all’innovazione, così come a promuovere maggiore mobilità sociale e ad attrarre in Italia talenti, imprese innovative e capitali dall’estero”.

Il comma 2 del citato articolo, invece, si concentra sulle caratteristiche di *start-up innovativa*, definita come la società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, in possesso dei seguenti requisiti:

- le azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione;
- la maggioranza delle quote o azioni rappresentative del capitale sociale e dei diritti di voto nell'Assemblea ordinaria dei soci sono detenute da persone fisiche;

¹ Circolare Agenzia delle Entrate n. 16/E dell’11 giugno 2014

- è costituita e svolge attività d'impresa da non più di quarantotto mesi;
- ha la sede principale dei propri affari e interessi in Italia;
- a partire dal secondo anno di attività della start-up innovativa, il totale del valore della produzione annua, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non è superiore a 5 milioni di euro;
- non distribuisce, e non ha distribuito, utili;
- ha quale oggetto sociale esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;
- non è stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda.

Inoltre, la start-up è qualificabile come innovativa se è in possesso di almeno di uno dei seguenti requisiti:

- almeno il 15% delle proprie spese sono in Ricerca & Sviluppo (R&S);
- almeno un terzo del team è composto da personale in possesso di un titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera oppure da personale che ha svolto attività di ricerca per almeno tre anni o se almeno due terzi del team è composto da persone in possesso di laurea magistrale;
- è proprietaria o depositaria o licenziataria di un brevetto o se è titolare di un programma per elaboratore originario registrato.

Il regime previsto per le start-up innovative si applica anche alle *start-up a vocazione sociale* ed agli *incubatori di start-up innovative certificati*, introdotti dal Decreto Crescita Bis per consentire, da un lato, alle imprese operanti in determinati settori di rilevanza sociale di beneficiare delle agevolazioni previste dal Decreto per le start-up innovative, dall'altro, per creare degli strumenti volti a facilitare la costituzione e lo sviluppo delle start-up in Italia.

L'art. 25 del Decreto fornisce le definizioni di “start-up a vocazione sociale” e di “incubatore certificato”, rispettivamente ai commi 4 e 5:

- la «start-up a vocazione sociale» possiede gli stessi requisiti delle altre start-up, ma opera in alcuni settori specifici che la legge italiana considera di particolare valore sociale²;
- l'«incubatore certificato» è una società di capitali costituita anche in forma cooperativa che offre servizi per sostenere la nascita e lo sviluppo di start-up innovative ed è in possesso alcuni requisiti specifici relativi ai locali, al management, alle attrezzature e soprattutto allo storico che registra e misura le attività di sostegno alle imprese effettuate; in questo modo la legge mira a individuare e valorizzare le strutture che offrono realmente ed efficacemente servizi di incubazione.³

Qualora un'impresa presenti i requisiti di start-up innovativa e risulti iscritta nell'apposita sezione del Registro delle Imprese, essa godrà di una disciplina di favore finalizzata a promuovere lo sviluppo e la nascita delle start-up innovative, che prevede anzitutto una serie di deroghe al diritto societario:

- in deroga articoli 2446, comma 2, e 2482-bis, comma 4, del codice civile, nel momento in cui si dovesse registrare un perdita che riduca il capitale sociale di oltre un terzo, alle start-up innovative è consentito ridurre il capitale entro due esercizi anziché entro l'esercizio successivo (art. 26, comma 1); quando, poi, per le perdite il capitale sociale si riduca al di sotto del minimo legale, la decisione sulla ricapitalizzazione non deve essere adottata “senza indugio” (come dispone l'art. 2447 c.c.), ma entro la chiusura dell'esercizio successivo;
- l'atto costitutivo della start-up innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata può creare categorie di quote

² Un'impresa è a vocazione sociale se opera nei settori individuati dalla disciplina dell'impresa sociale. I settori individuati sono quelli dell'assistenza sociale; dell'assistenza sanitaria; dell'educazione, istruzione e formazione; della tutela dell'ambiente e dell'ecosistema; della raccolta dei rifiuti urbani, speciali e pericolosi; della valorizzazione del patrimonio culturale; del turismo sociale; della formazione universitaria e post-universitaria; della ricerca ed erogazione di servizi culturali; della formazione extra-scolastica, finalizzata alla prevenzione della dispersione scolastica ed al successo scolastico e formativo.

³ Le start-up innovative e gli incubatori certificati devono registrarsi nelle apposite sezioni speciali del Registro delle imprese create ad hoc presso le Camere di Commercio (art. 25, comma 8). Questa registrazione permette di dare pubblicità, effettuare controlli e garantire il monitoraggio dell'impatto che la nuova legislazione avrà sulla crescita economica e l'occupazione. Ai fini dell'iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese, la sussistenza dei requisiti per l'identificazione della start-up innovativa e dell'incubatore certificato è attestata mediante apposita autocertificazione prodotta dal legale rappresentante, firmata digitalmente e depositata presso l'ufficio del registro delle imprese. Le informazioni devono essere aggiornate con cadenza almeno semestrale, così come il possesso dei requisiti, pena la cancellazione d'ufficio, entro 60 giorni dalla perdita degli stessi, dalla sezione speciale e la perdita dei benefici, permanendo nella sezione ordinaria del Registro delle Imprese.

fornite di diritti diversi, nonché categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative (art.26, commi 2 e 3);

- in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, comma 1, c.c. le quote di partecipazione in start-up innovative costituite in forma di Srl possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali di *equity crowdfunding* (art. 26, comma 5);
- non vige nei confronti delle start-up costituite in forma di Srl il divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni ex art. 2474 c.c. quando queste vengano realizzate in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori, componenti dell'organo amministrativo o prestatori di opere o servizi, anche professionali (art.26, comma 6);
- start-up innovative e incubatori certificati costituiti in forma di Srl, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opere o servizi, possono altresì emettere strumenti finanziari (analogamente a quanto previsto nell'art. 2346 c.c. per le S.p.a.) forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli articoli 2479 e 2479-bis del codice civile (art. 26, comma 7);
- la start-up innovativa e l'incubatore certificato sono esonerati dal pagamento dei diritti di bollo e di segreteria per l'iscrizione al Registro Imprese, nonché dal pagamento del diritto annuale dovuto in favore delle Camere di Commercio (art. 26, comma 8).

Anche sotto il profilo del diritto del lavoro il Decreto Crescita Bis introduce importanti novità per le start-up innovative e gli incubatori certificati: anzitutto, nel caso in cui start-up innovative ed incubatori certificati concedano *stock options*, altri strumenti finanziari o diritti simili ai propri amministratori, dipendenti o collaboratori continuativi, il reddito così conseguito non costituisce base imponibile ai fini fiscali e contributivi, a condizione che tali strumenti non vengano riacquistati dalla start-up o dall'incubatore (art.27, comma 1); inoltre, è prevista l'esenzione da

imposizione sul reddito, per le azioni, quote e strumenti finanziari partecipativi emessi a fronte dell'apporto di opere e servizi resi in favore di start-up innovative o incubatori certificati, ovvero di crediti maturati a seguito della prestazione di opere e servizi, ivi inclusi quelli professionali, resi nei confronti degli stessi, al momento della loro emissione o al momento in cui è operata la compensazione in luogo del pagamento (art.27, comma 4).

Le start-up innovative godono inoltre di un canale preferenziale per l'accesso al credito di imposta previsto dall'articolo 24 del Decreto Legge 22 giugno 2012, n. 83 per un massimo del 35% del costo totale delle nuove assunzioni di profilo altamente qualificato. In tal campo, le start-up innovative e gli incubatori certificati godono, infatti, delle seguenti facilitazioni (art. 27 bis):

- credito d'imposta concesso per il personale altamente qualificato assunto a tempo indeterminato, anche se assunto con contratto di apprendistato;
- semplificazione dell'istanza per l'assegnazione del credito;
- accesso prioritario al credito di imposta, fatta salva la quota riservata alle assunzioni in società con sede operativa situata nelle aree colpite dal sisma del maggio 2012.

Il Decreto Crescita Bis consente poi alle start-up innovative un più facile ricorso al lavoro temporaneo, introducendo numerose ed importanti deroghe al regime ordinario (contenuto nel Decreto Legislativo del 6 settembre 2001 n. 368 e nel Decreto Legislativo del 10 settembre 2003 n. 276) in tema di lavoro a tempo determinato e di lavoro in somministrazione a tempo determinato, deroghe che trovano applicazione per un periodo massimo di quattro anni dalla data di costituzione di una start-up innovativa o entro il periodo previsto per le società già costituite (art.28, comma 1).

La prima deroga consiste nella previsione secondo la quale, se l'attività temporanea del lavoratore è inerente o strumentale all'oggetto sociale della start-up, le ragioni giustificatrici del contratto, che secondo la disciplina ordinaria devono essere specificate nel contratto, sono presunte (art. 28, comma 2). La durata di tali contratti a termine va da un minimo di 6 ad un massimo di 36 mesi, prorogabile di un ulteriore anno con accordo avanti alla Direzione Territoriale del Lavoro. Durante tale periodo è possibile stipulare più contratti di lavoro a tempo determinato anche senza soluzione di continuità (art. 28, comma 3), con la possibilità, quindi, di non rispettare

l'obbligo di intervallo da un contratto e un altro previsto senza dall'articolo 5, comma 3, del decreto legislativo 6 settembre 2001, n. 368. Inoltre non vige nemmeno il limite quantitativo fissato dai contratti collettivi per il ricorso al lavoro a termine, per cui le start-up possono assumere a termine senza tetto massimo.

La retribuzione dei lavoratori così assunti da una start-up innovativa è costituita da una parte fissa che non può essere inferiore al minimo tabellare previsto, per il rispettivo livello di inquadramento, dal contratto collettivo applicabile, e da una parte variabile consistente in trattamenti collegati all'efficienza o alla redditività dell'impresa, alla produttività del lavoratore o del gruppo di lavoro, o ad altri obiettivi o parametri di rendimento concordati tra le parti, incluse l'assegnazione di opzioni per l'acquisto di quote o azioni della società e la cessione gratuita delle medesime quote o azioni (art. 28, comma 7).

Il Decreto prevede altresì la sanzione della conversione del rapporto di lavoro da determinato a tempo indeterminato nei casi di assenza dei requisiti richiesti per le start-up innovative, superamento della durata massima consentita, trasformazione dei contratti a termine in contratti a progetto privi dei caratteri della prestazione d'opera o professionale. Per tutto quanto non diversamente disposto si applica la disciplina ordinaria.

All'articolo 29, il Decreto prevede specifiche agevolazioni fiscali per i soggetti che scelgono di investire nelle start-up innovative. In particolare, è consentito:

- alle persone fisiche, di detrarre dall'imposta lorda sul reddito (IRPEF) un importo pari al 19% della somma investita nel capitale sociale di una o più start-up innovative, fino ad un massimo di € 500.000 per ciascun periodo d'imposta, sempreché l'investimento sia mantenuto per almeno due anni;
- Alle persone giuridiche diverse dalle start-up innovative, di dedurre dall'imposta sul reddito delle società (IRES) un importo pari al 20% della somma investita nel capitale sociale di una o più start-up innovative, fino ad un massimo di € 1.800.000 per ciascun periodo d'imposta, purché l'investimento sia mantenuto per almeno due anni.

Le percentuali delle detrazioni e delle deduzioni indicate sopra sono aumentate per le start-up "a vocazione sociale" e per le start-up che sviluppano e commercializzano esclusivamente prodotti o servizi innovativi

ad alto valore tecnologico in ambito energetico: si passa dal 19% al 25% per la detrazione e dal 20% al 27% per la deduzione. Secondo quanto poi previsto dall'articolo 31 del Decreto Crescita Bis la start-up innovativa non può essere soggetta a procedure concorsuali con l'eccezione dei procedimenti di composizione della crisi da sovra-indebitamento e di liquidazione del patrimonio previsti dal Capo II della Legge 27 gennaio 2012, n. 3, che prevede la mera segregazione del patrimonio destinato alla soddisfazione dei creditori e non contempla invece la perdita di capacità dell'imprenditore.

Il Decreto precisa, tuttavia, che l'esclusione dall'assoggettamento delle procedure concorsuali è condizionata alla perdita dei requisiti da parte della start-up innovativa avvenuta prima della scadenza dei quattro anni dalla data di costituzione e comunque decorso il termine quadriennale tale deroga non può considerarsi applicabile.

Dalla natura della norma si evidenzia pertanto come il Legislatore abbia voluto sottrarre la start-up innovativa alla disciplina del fallimento, prevedendo l'assoggettamento della stessa alla normativa che regola la gestione della crisi da sovra indebitamento, applicabile a soggetti non fallibili, tenuto conto dell'elevato tasso di rischio d'impresa collegato all'investimento in attività ad alto livello d'innovazione.

Risulta, infine, di ampia portata il contenuto dell'articolo 30 del citato Decreto che, ai commi 6, 7 ed 8, prevede che le start-up innovative possano usufruire gratuitamente ed in modo semplificato del Fondo centrale di garanzia⁴ per le PMI, con condizioni di favore in termini di copertura e di importo massimo garantito. Inoltre le start-up innovative operanti in Italia possono beneficiarie dei servizi (assistenza in materia normativa, societaria, fiscale, immobiliare, contrattualistica e creditizia, ospitalità a titolo gratuito alle principali fiere e manifestazioni internazionali, attività volta a favorire l'incontro delle start-up innovative con investitori potenziali per le fasi di early stage capital e di capitale di espansione) messi a disposizione dall'Agenzia ICE per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane e dal *Desk Italia*.

Il reale valore aggiunto dell'articolo 30 del Decreto sta, tuttavia, nella prima parte della norma, nella quale il Legislatore italiano per la prima volta

⁴ Istituito dalla Legge del 23 dicembre 1996, n. 662, art. 2, comma 100, lettera a) allo scopo di assicurare una parziale assicurazione ai crediti concessi dagli istituti di credito a favore delle PMI.

disciplina la *Raccolta di capitali di rischio tramite portali on line*, andando ad arricchire con alcuni articoli il Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, meglio noto come Testo Unico della Finanza (TUF).

Anzitutto, all'art. 1 del TUF viene inserito il comma 5-*novies* che definisce il portale per la raccolta di capitali per le start-up innovative “*una piattaforma online che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle start-up innovative, comprese le start-up a vocazione sociale*”. Una volta data la definizione di portale per la raccolta di capitali, disciplina la figura del gestore di portali, con l'introduzione nel TUF del articolo 50-*quinquies*: “è gestore di portali il soggetto che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative; l'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative è riservata alle imprese di investimento e alle banche autorizzate ai relativi servizi di investimento nonché ai soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla CONSOB, a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche e imprese di investimento”.

Introducendo l'art. 50-*quinquies* del TUF, il Legislatore dispone una riserva soggettiva per le imprese d'investimento e le banche autorizzate ai servizi di investimento; inoltre, è previsto che possono essere abilitati a svolgere tale attività i soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla CONSOB, a condizione che essi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche e a Società di intermediazione mobiliare. Questa condizione fa sì che l'attività dei gestori cosiddetti “non professionali” non possa essere ricondotta nel novero delle attività e dei servizi di investimento definiti dall'articolo 1, comma 5, TUF, ed in particolare nella definizione di “ricezione e trasmissione di ordini” di cui all'articolo 1 comma 5-*sexies* del TUF. In ogni caso, fugando ogni dubbio, il Legislatore ha escluso allo stesso tempo l'applicazione delle norme sui servizi di investimento per i soggetti iscritti nel registro servendosi della facoltà di esenzione lasciata agli Stati

membri dall'articolo 3 della Direttiva Mifid 2004/39/CE⁵. Quindi, a differenza dei cosiddetti gestori "di diritto", ossia banche e sim, ai soggetti iscritti in tale registro, di cui all'art. 50-*quinquies*, comma 2 del TUF, non si applichino le disposizioni in materia di svolgimento dei servizi di investimento (di cui alla Parte II, Titolo II, Capo II del TUF), nonché di promozione e collocamento a distanza di servizi e di attività di investimento e strumenti finanziari (di cui all'art. 32 del TUF).

I requisiti previsti dal TUF al comma 3, art. 50-*quinquies* affinché un soggetto possa fare richiesta di iscrizione al registro dei portali sono:

- forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa;
- sede legale e amministrativa o, per i soggetti comunitari, stabile organizzazione nel territorio della Repubblica Italiana;
- oggetto sociale consistente nella gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative;
- possesso da parte di coloro che detengono il controllo e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo di requisiti di onorabilità stabiliti dalla CONSOB con proprio regolamento;
- possesso da parte dei soggetti con poteri di amministrazione e controllo di requisiti di professionalità stabiliti dalla CONSOB con proprio regolamento.

Inoltre i soggetti iscritti nel registro dei portali non possono detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi (art. 50-*quinquies*, comma 4 del TUF). Sempre secondo le nuove previsioni del TUF (art. 50-*quinquies*, comma 5), la CONSOB è inoltre chiamata a definire principi e criteri relativi a:

- la formazione del registro e le forme di pubblicità;
- le eventuali ulteriori condizioni per l'iscrizione nel registro, le cause di

⁵ Gli Stati membri hanno la facoltà di non applicare la direttiva ai soggetti che:

- non sono autorizzate a detenere fondi o titoli appartenenti ai clienti e che per questo motivo non possono mai trovarsi in situazione di debito con i loro clienti, e
- non sono autorizzate a prestare servizi di investimento, tranne la ricezione e la trasmissione di ordini in valori mobiliari e quote di organismi d'investimento collettivo e l'attività di consulenza in materia di investimenti relativa a tali strumenti finanziari, e
- nell'ambito della prestazione di tali servizi sono autorizzate a trasmettere ordini soltanto a imprese di investimento, banche, organismi d'investimento collettivo.

sospensione, radiazione e riammissione e le misure applicabili nei confronti degli iscritti al registro;

- le eventuali ulteriori cause di incompatibilità;
- le regole di condotta che i gestori di portali debbono rispettare nel rapporto con gli investitori, prevedendo un regime semplificato per i clienti professionali.

Il comma 6 dell'art. 50-*quinquies* del TUF attribuisce poi alla CONSOB la vigilanza sui gestori di portali che a tal fine può chiedere la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti, fissando i relativi termini, nonché effettuare ispezioni.

Ai sensi dell'art. 30, comma 3, del Decreto, l'art. 100-*ter* del TUF (Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali) prevede che le offerte al pubblico condotte esclusivamente attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali possono avere ad oggetto soltanto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalle start-up innovative e devono avere un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla CONSOB ai sensi dell'articolo 100, comma 1, lettera c.

Per effetto di tale disposizione, si deduce che un'offerta avente ad oggetto prodotti finanziari per un ammontare inferiore a quanto stabilito dalla CONSOB nel Regolamento Emittenti all'art. 34 (5 milioni di Euro) nel corso di un periodo di dodici mesi non deve essere qualificata come offerta di strumenti finanziari al pubblico e, di conseguenza, ad essa non si applica la disciplina in tema di "*Offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita*" contenuta nel Capo I del Titolo II della Parte IV del TUF e nel Titolo I del Regolamento Emittenti. Tuttavia, se l'offerta e la raccolta ha ad oggetto strumenti finanziari rappresentativi del capitale di start-up innovative ed avviene tramite un portale on-line, sarà sottoposta alla disciplina dello specifico Regolamento CONSOB in tema di raccolta di capitali da parte di start-up innovative tramite portali.

Infine il Decreto delega alla CONSOB la definizione della disciplina applicabile a tali offerte al fine di assicurare la sottoscrizione da parte di "investitori professionali, o particolari categorie di investitori" dalla stessa individuate, di una quota degli strumenti finanziari offerti, quando l'offerta non sia riservata esclusivamente a clienti professionali, nonché tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali, nel caso in cui i soci di controllo della start-up innovativa cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta (art. 100-*ter*, comma 2, TUF).

1.2 - Il Regolamento CONSOB n. 18592/2013

A seguito dell’emanazione della Legge 17 dicembre 2012 n. 221, la CONSOB⁶ ha adottato, con la delibera n° 18592, l’apposito regolamento il 26 giugno 2013.

Il regolamento, dal titolo “Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line”, rappresenta il testo di riferimento per la disciplina dell’*equity-based crowdfunding* in Italia.

Il regolamento è suddiviso in tre parti:

- 1) Disposizioni generali;
- 2) Registro e disciplina dei gestori dei portali;
- 3) Disciplina delle offerte tramite portali.

Il regolamento è corredato da tre allegati: il primo inerente alle istruzioni per l’iscrizione nel registro, il secondo in merito alla relazione sull’attività d’impresa e sulla struttura organizzativa, ed il terzo relativo alle informazioni sulla singola offerta. La Parte Prima contiene per lo più nozioni di carattere definitorio, mentre la Parte Seconda prevede, all’articolo 4, l’istituzione da parte della CONSOB del “Registro dei gestori” secondo quanto disposto dall’articolo 50-*quinquies*, comma 2, del già citato Testo Unico. Questo registro, oltre all’indicazione dell’iscrizione dei gestori dei portali “ordinari” e “non professionali”, prevede una sezione speciale ove vengono annotate le imprese di investimento e le banche (c.d. “gestori di diritto”) autorizzate ai relativi servizi di investimento che sono tenute a comunicare alla CONSOB, prima dell’avvio dell’operatività, lo svolgimento dell’attività di gestione di un portale.

Nel caso dei gestori cosiddetti “ordinari”, ai fini dell’iscrizione nel registro, deve essere predisposta una domanda di ammissione in conformità a quanto indicato nell’Allegato 1, corredata di una relazione sull’attività d’impresa e sulla struttura organizzativa redatta in osservanza di quanto previsto dall’Allegato 2: la domanda di iscrizione nel registro, sottoscritta dal legale rappresentante della società, indica la denominazione sociale, la sede legale e la sede amministrativa della società, la sede della stabile organizzazione nel territorio della Repubblica per i soggetti comunitari, il nominativo e i

⁶ La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB), istituita con la legge n. 216 del 7 giugno 1974, è un’autorità amministrativa indipendente, dotata di personalità giuridica e piena autonomia con la legge 281 del 1985, la cui attività è rivolta alla tutela degli investitori, all’efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato mobiliare italiano (http://www.consob.it/main/consob/Chi_e/index.html).

recapiti di un referente della società e l'elenco dei documenti allegati; dev'essere accompagnata da una serie di documenti quali la copia dell'atto costitutivo e dello statuto, l'elenco dei soggetti che detengono il controllo con l'indicazione delle rispettive quote di partecipazione in valore assoluto e in termini percentuali, la documentazione per la verifica dei requisiti di onorabilità dei soggetti che detengono il controllo della società, l'elenco nominativo di tutti i soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione direzione e controllo, il verbale della riunione nel corso della quale l'organo di amministrazione ha verificato il possesso dei requisiti di professionalità e di onorabilità per ciascuno dei soggetti chiamati a svolgere funzioni di amministrazione, direzione e controllo, nonché da una relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa.

Nel caso, invece, dei gestori “di diritto”, ai fini dell'annotazione nella sezione speciale del registro, le banche e le imprese di investimento autorizzate alla prestazione dei servizi di investimento sono tenute a comunicare, prima dell'avvio dell'attività, lo svolgimento del servizio di gestione di portale indicando la denominazione sociale, l'indirizzo del sito internet del portale, il corrispondente collegamento ipertestuale nonché il nominativo e i recapiti di un referente della società. La comunicazione è sottoscritta dal legale rappresentante della società e la domanda d'iscrizione dev'essere accompagnata da una relazione sull'attività di impresa e sulla struttura organizzativa, redatta secondo le istruzioni contenute nell'Allegato 2 al Regolamento. In particolare, per quanto riguarda l'attività di impresa, il gestore è tenuto a descrivere in maniera dettagliata le attività che intende svolgere, specificando le modalità per la selezione delle offerte da presentare sul portale, l'attività di consulenza eventualmente prestata in favore delle start-up innovative in materia di analisi strategiche e valutazioni finanziarie, se intende pubblicare informazioni periodiche sui traguardi intermedi raggiunti dalle start-up innovative i cui strumenti finanziari sono offerti sul portale, se intende predisporre eventuali meccanismi atti a facilitare i flussi informativi tra la start-up innovativa e gli investitori o tra gli investitori.

Relativamente, invece, alla struttura organizzativa, le istruzioni contenute nell'Allegato 2 prevedono che il gestore del portale fornisca in maniera dettagliata informazioni su diversi aspetti, tra cui una descrizione della struttura aziendale, l'eventuale piano di assunzione del personale ed il relativo stato di attuazione, i sistemi per gestire gli ordini raccolti dagli

investitori, le modalità per la trasmissione degli ordini a banche ed imprese d'investimento, una descrizione dell'infrastruttura informatica predisposta per la ricezione e relativa trasmissione degli ordini, la politica di identificazione e di gestione degli eventuali conflitti di interesse, unitamente alle *policies* per la prevenzione delle frodi e per la tutela della *privacy*.

Inviata la domanda di iscrizione, la CONSOB verifica la regolarità e la completezza della domanda entro sette giorni dal ricevimento e comunica alla società richiedente l'eventuale documentazione mancante, che deve essere inoltrata entro trenta giorni dal ricevimento della comunicazione. La delibera sulla domanda verrà inviata all'istante entro il termine di sessanta giorni.

Tra la documentazione da allegare alla domanda di iscrizione, il Regolamento prevede anche quella relativa alla verifica dei requisiti di onorabilità dei soggetti che detengono il controllo della società e il verbale della riunione nel corso della quale l'organo di amministrazione ha verificato il possesso dei requisiti di professionalità e di onorabilità per ciascuno dei soggetti chiamati a svolgere funzioni di amministrazione, direzione e controllo. In particolare, ai fini dell'iscrizione nel registro dei gestori di portali e della permanenza nello stesso, l'articolo 8 del Regolamento elenca i requisiti di onorabilità dei soggetti che detengono il controllo (non trovarsi in condizione di interdizione, inabilitazione, non esser stati condannati a pene detentive, ecc.), mentre l'articolo 9 individua i requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo (comprovata esperienza nell'attività di amministrazione o controllo, attività professionali attinenti al settore creditizio, finanziario, mobiliare e assicurativo, ecc.).

Qualora dovessero venire meno i requisiti di onorabilità per i soggetti che detengono il controllo e per coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo di un gestore, il Regolamento prevede la cancellazione del gestore dal registro, a meno che tali requisiti non siano ricostituiti entro il termine massimo di due mesi (art. 10, comma 2).

Durante questo periodo massimo di 2 mesi il gestore non pubblica nuove offerte e quelle in corso sono sospese. La perdita dei requisiti di onorabilità comporta, inoltre, la sospensione dalla carica dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo (art. 11).

Oltre al caso in cui vengano meno i requisiti di onorabilità per i soggetti che detengono il controllo e per coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo di un gestore, l'articolo 12 del Regolamento dispone la cancellazione del gestore dal registro a seguito della perdita di tutti gli altri requisiti prescritti per l'iscrizione, a seguito del mancato pagamento del contributo di vigilanza nella misura determinata annualmente dalla CONSOB, per effetto dell'adozione del provvedimento di radiazione ai sensi dell'articolo 23, comma 1, lettera b, nonché su richiesta del gestore stesso.

Nella Parte II, Titolo III, il Regolamento dispone le regole di condotta per i gestori di portali.

Anzitutto vengono individuati gli obblighi del gestore (art.13): operare con diligenza, correttezza e trasparenza; rendere disponibili agli investitori, in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni, tutte le informazioni riguardanti l'offerta che sono

fornite dall'emittente; richiamare l'attenzione degli investitori diversi dagli investitori professionali sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie e astenersi dallo svolgere consulenza finanziaria nei confronti degli investitori per influenzare l'andamento delle adesioni alle offerte; assicurare che le informazioni fornite tramite il portale siano aggiornate, accessibili almeno per i dodici mesi successivi alla chiusura delle offerte e rese disponibili agli interessati che ne facciano richiesta per un periodo di cinque anni dalla data di chiusura dell'offerta; assicurare agli investitori diversi dagli investitori professionali il diritto di recedere dall'ordine di adesione, senza alcuna spesa, tramite comunicazione rivolta al gestore medesimo, entro sette giorni decorrenti dalla data dell'ordine.

All'articolo 14 del Regolamento vengono invece individuate le regole di condotta relative alla gestione del portale, per cui nel portale stesso devono essere pubblicate in forma sintetica diverse informazioni, tra cui quelle concernenti il gestore, i soggetti che detengono il controllo, i soggetti aventi funzioni di amministrazione, direzione e controllo, la normativa di riferimento, l'attività svolta, le modalità per la gestione degli ordini relativi agli strumenti finanziari offerti tramite il portale, gli eventuali costi a carico degli investitori, le misure predisposte per gestire i conflitti di interessi e i rischi di frode, i dati aggregati sulle offerte svolte attraverso il portale e sui rispettivi esiti, ecc..

Il gestore deve poi fornire agli investitori, in forma sintetica e facilmente comprensibile, tutte le informazioni relative all'investimento in start-up innovative (rischio di perdita dell'intero capitale investito, rischio di liquidità, divieto di distribuzione di utili, trattamento fiscale degli investimenti, ecc.) e deve assicurare agli investitori diversi dagli investitori professionali, ossia gli investitori retail, un vero e proprio "percorso di investimento consapevole": per accedere alla sezione del portale in cui è possibile aderire alle offerte devono infatti aver compilato un apposito questionario on-line da cui risulti che hanno preso visione delle informazioni messe a disposizione e che hanno compreso le caratteristiche e i rischi dell'investimento in start-up innovative. (art.15). Se l'investitore retail non supera il percorso il gestore non può consentire che questi aderisca alle offerte presenti sul portale.

Il gestore è altresì obbligato a pubblicare un documento di offerta, non approvato dalla CONSOB (ma redatto secondo un modello standard allegato al Regolamento), per fornire all'investitore una serie di informazioni relative alla singola offerta (art. 16): le informazioni sulle modalità di esercizio del diritto di revoca, gli elementi identificativi delle banche o delle imprese di investimento che curano il perfezionamento degli ordini nonché gli estremi identificativi del conto indisponibile intestato all'emittente acceso presso le banche e le imprese di investimento a cui sono trasmessi gli ordini, la periodicità e le modalità con cui verranno fornite le informazioni sullo stato delle adesioni, l'ammontare sottoscritto e il numero di aderenti, unitamente - non da ultimo - alle informazioni indicate nell'Allegato 3.

Nel progetto presentato sul portale vanno anzitutto descritti i rischi specifici dell'emittente e dell'offerta, vanno fornite tutte le informazioni sull'emittente e sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta (progetto industriale, business plan, specifico, *curriculum* di ciascun amministratore, diritti connessi agli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, descrizione delle clausole predisposte dall'emittente con riferimento alle ipotesi in cui i soci di controllo cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta) e tutte le altre informazioni specifiche dell'offerta, quali:

- condizioni generali dell'offerta, inclusa l'indicazione dei destinatari, di eventuali clausole di efficacia e di revocabilità delle adesioni;
- informazioni sulla quota eventualmente già sottoscritta da parte degli investitori professionali;

- indicazione di eventuali commissioni poste a carico dell'investitore;
- informazioni sulle 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;
- termini e condizioni per il pagamento e l'assegnazione degli strumenti finanziari sottoscritti: in particolare, l'investitore deve comprendere se sta aderendo ad un'offerta "tutto o niente" perché in questo caso, se non è raggiunto il 100% delle adesioni (di cui il 5% da parte di investitori professionali), l'offerta decade (e i soldi versati per la sottoscrizione degli strumenti finanziari nel conto indisponibile sono restituiti agli investitori). Diverso è il caso delle c.d. "offerte scindibili" che vanno a buon fine a prescindere dalle somme raccolte (per le quali però esiste un maggior rischio di fattibilità del progetto imprenditoriale nel caso in cui l'offerta raggiunga un numero di sottoscrizioni ridotto);
- informazioni sui conflitti di interesse connessi all'offerta, inclusi quelli derivanti dai rapporti in essere tra l'emittente e il gestore del portale;
- informazioni sullo svolgimento da parte dell'emittente di offerte aventi il medesimo oggetto su altri portali.

Continuando l'analisi delle regole di condotta a cui sono sottoposti i gestori dei portali, l'art. 17, comma 1, del Regolamento stabilisce che il gestore deve adottare misure idonee a consentire che gli ordini di adesione alle offerte siano trattati in maniera rapida, corretta ed efficiente, mentre il comma 2 prevede che le banche e le imprese debbano curare il perfezionamento degli ordini che ricevono dal gestore ed informare quest'ultimo del relativo esito. Quando l'investitore decide di investire in una start-up, il gestore del portale deve trasmettere l'ordine di adesione ad una banca o una impresa di investimento che provvederanno a perfezionare la sottoscrizione degli strumenti finanziari (e a raccogliere le somme corrispondenti in un conto indisponibile a favore dell'emittente).

In virtù della vigente disciplina MiFID, le banche e le SIM che ricevono gli ordini dai portali devono svolgere l'attività nel rispetto della disciplina sui servizi di investimento che prevede una serie di obblighi informativi e di comportamento nei confronti degli investitori (tra cui la c.d. "profilatura della clientela").

Per favorire lo sviluppo del *crowdfunding* e, quindi, agevolare l'accesso ai finanziamenti da parte delle start-up innovative, il Regolamento prevede una esenzione dall'applicazione della disciplina sui servizi di investimento per gli investimenti che siano complessivamente al di sotto di una determinata soglia pari a 500€ per singolo ordine e 1.000€ per ordini complessivi annuali, per gli investimenti delle persone fisiche; oppure di 5.000€ per singolo ordine e 10.000€ per ordini complessivi annuali, per gli investimenti delle persone giuridiche.

Per poter applicare l'esenzione è necessario che gli investitori dichiarino di non avere superato le soglie (prendendo in considerazione anche gli investimenti effettuati presso altri portali nell'anno solare di riferimento).

Quando il portale è gestito da una banca o da una SIM annotata nella sezione speciale del registro tenuto dalla CONSOB, ai rapporti tra il portale e gli investitori si applicano le regole comuni in materia di servizi di investimento, come chiarito nella Comunicazione CONSOB n. 0066128 del primo agosto 2013: a tali soggetti non si applicano le regole più restrittive previste per i gestori iscritti alla sezione ordinaria del registro (divieto di detenere somme di denaro e obbligo di trasmissione degli ordini a banche e SIM) e possono quindi gestire integralmente il processo della raccolta di capitali delle start-up innovative. Di contro, non godono della esenzione dalla disciplina di derivazione MiFID per gli ordini al di sotto delle soglie stabilite dal Regolamento CONSOB.

Il Titolo III della Parte II del Regolamento si completa con le disposizioni relative a obblighi di tutela degli investitori connessi ai rischi operativi (art. 18), le disposizioni relative agli obblighi di riservatezza (art.19) e di conservazione della documentazione (art.20), nonché con degli obblighi di comunicazione alla CONSOB (art.21), in forza dei quali il gestore dovrà riferire, in relazione alla società emittente, se sono intervenute variazioni dello statuto sociale ovvero relativamente agli assetti proprietari dei soggetti che detengono il controllo ed ai requisiti di onorabilità degli stessi ed alle variazioni che riguardano i soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione, di direzione e controllo, con indicazione dei poteri e delle deleghe assegnate.

La Parte II del Regolamento relativa al registro e disciplina dei gestori di portali, si conclude con il Titolo IV relativo ai provvedimenti cautelari (art. 22) e alle sanzioni (art.23) che la CONSOB può disporre nei confronti dei gestori.

Nella Parte III, invece, disciplina le offerte tramite portali, rivolta a tutti i tipi di gestore. In particolare, affinché l'offerta sia ammessa sul portale, lo statuto della start-up deve prevedere (art. 24, comma 1):

Il Regolamento, infine, contiene nella Parte III la disciplina delle offerte tramite portali, rivolta a tutti i tipi di gestore. In particolare, affinché l'offerta sia ammessa sul portale, lo statuto della start-up deve prevedere (art. 24, comma 1): nel caso in cui, una volta che si è chiusa l'offerta sul portale, i soci di controllo trasferiscano il controllo a terzi in favore degli investitori diversi dagli investitori professionali, la possibilità per gli altri soci di recedere dalla società (diritto di recesso a seguito del quale si ha diritto alla liquidazione della propria partecipazione) oppure il diritto per gli altri soci di vendere anche le proprie partecipazioni al soggetto che acquista il "pacchetto di controllo" alle stesse condizioni applicate ai soci di controllo (c.d. diritto di "co-vendita" o "tag- along"); tali diritti sono riconosciuti per il periodo in cui sussistono i requisiti previsti dall'articolo 25, commi 2 e 4, del Decreto Crescita Bis e comunque per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta; unitamente alla comunicazione e la pubblicazione sul sito della start-up dei patti parasociali.

Ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale, è poi necessario che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di start-up innovative (art. 24, comma 2).

L'articolo 25 comma 1 del Regolamento dispone inoltre che i gestori iscritti nella sezione ordinaria del registro non possono detenere le somme di pertinenza degli investitori, per cui la provvista necessaria al perfezionamento degli ordini di adesione alle offerte è costituita in un conto corrente vincolato intestato all'emittente acceso presso le banche o le imprese di investimento a cui sono trasmessi gli ordini; il fine di tale disposizione è quello di tutelare gli investitori e consentire che il modello di raccolta delle adesioni operi in modo tale da permettere la sicurezza delle somme versate fino al momento in cui non saranno divenute esigibili da parte dell'emittente. Gli investitori diversi dagli investitori professionali hanno altresì il diritto di revocare la loro adesione, tra il momento dell'adesione all'offerta e quello in cui la stessa è definitivamente conclusa, sopravvenga un fatto nuovo o sia rilevato errore materiale relativo alle informazioni esposte sul portale, che siano atti a influire sulla decisione dell'investimento. Il diritto di revoca può essere esercitato entro sette giorni

dalla data in cui le nuove informazioni sono state portate a conoscenza degli investitori (art 25 comma 2).

Infine, nei casi di esercizio del diritto di recesso o del diritto di revoca, nonché nel caso di mancato perfezionamento dell'offerta, i fondi raccolti tornano nella piena disponibilità degli investitori.

1.3 - Dal Decreto “Investment Compact” alla Legge di Stabilità 2017

Il c.d. “Decreto Lavoro” (Decreto Legge n. 76 del 28 giugno 2013, recante “Primi interventi urgenti per la promozione dell’occupazione, in particolare giovanile, dell coesione sociale, nonché in materia di Imposta sul Valore Aggiunto e altre misure finanziarie urgenti”) ha esteso l’ambito di applicazione della specifica normativa per le start-up innovative e ha eliminato i vincoli di natura anagrafica per l’imprenditore: oggi tutte le società di capitali potranno costituire una start-up innovativa, ivi comprese le S.r.l. Semplificate (Srls).

I programmi *Italia Start-up Visa* e *Italia Start-up Hub*, rispettivamente di giugno e di dicembre 2014, hanno semplificato le procedure per la concessione di visti e permessi di soggiorno a talenti extra-europei che desiderano avviare una loro impresa high-tech nel nostro Paese.

Il D.M. 24 settembre 2014 del Ministero dello Sviluppo Economico, con la misura *Smart&Start*, ha previsto l’erogazione di finanziamenti a tasso zero a vantaggio di start-up ubicate in tutte le regioni d’Italia, e non più solo alle regioni del Mezzogiorno e all’area aquilana colpita dal terremoto.

Inoltre, il Decreto Legge n. 3/2015 (c.d. “Investment Compact”), ulteriore tappa evolutiva del Decreto crescita, ha previsto:

- la possibilità di fondare una start-up *online*, senza la necessità di ricorso a professionisti esterni, con costi abbattuti e mediante atto costitutivo e statuto tipizzato con firma digitale;
- la conservazione dello status di start-up innovativa per un orizzonte temporale di cinque anni (e non più quattro);
- l’ammissione di start-up innovative europee: modificando il requisito della sede sociale di start-up, si è chiarito che l’ambito di applicazione della normativa non si limita alle società residenti in Italia, ma si estende anche alle società residenti in uno Stato membro dell’Unione Europea o dello Spazio Economico Europeo,

a condizione che abbiano una sede produttiva o una filiale in Italia;

- l'agevolazione per il rimborso del credito Iva, attraverso l'eliminazione dell'obbligo di apposizione del visto di conformità prima previsto per la compensazione del credito Iva di start-up fino a 50 mila euro, contro la soglia ordinaria di 15 mila euro;
- l'introduzione di PMI innovative, ossia piccole e medie imprese che operano nel campo dell'innovazione, alle quali è stata estesa larga parte delle misure previste a favore delle start-up innovative, prescindendo dallo loro data di costituzione, dall'oggetto sociale e dal livello di maturazione.

Il programma di accelerazione previsto a favore delle PMI innovative prevede un pacchetto di agevolazioni vasto ed eterogeneo che interviene su diversi aspetti della vita aziendale rendendo più flessibile la gestione societaria, in quanto l'impresa può nascere con i costi di una s.r.l. ma crescere come una s.p.a., liberalizzando gli schemi di remunerazione, rafforzando l'accesso al credito, introducendo strumenti innovativi per la raccolta di capitali, agevolando l'investimento in *equity* e favorendo l'accesso ai mercati esteri.

Benché si rivolga alle sole PMI innovative (quindi, non investe tutte le PMI ma soltanto quelle che operano nel campo dell'innovazione tecnologica), non sono stati posti vincoli di natura settoriale, poiché l'innovazione tecnologica riguarda tutti i comparti produttivi.

Alle misure agevolative in questione possono accedere le Piccole e Medie imprese che - per definizione - impiegano meno di 250 dipendenti, hanno un fatturato annuo che non supera i 50 milioni di euro, o hanno un totale di bilancio che non supera i 43 milioni di euro e rispettano i seguenti requisiti:

- sono costituite come società di capitali, anche in forma cooperativa;
- hanno sede principale in Italia, o in un altro Paese membro dell'Unione Europea, o in Stati aderenti all'accordo sullo spazio economico europeo, purché abbiano una sede produttiva o una filiale in Italia;
- dispongono della certificazione dell'ultimo bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato redatto da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili;

- le loro azioni non sono quotate in un mercato regolamentato;
- non sono iscritte alla sezione speciale del Registro delle imprese dedicata alle start-up innovative e agli incubatori certificati;
- il contenuto innovativo dell'impresa è identificato con il possesso di almeno due dei tre criteri seguenti: volume di spesa in ricerca, sviluppo e innovazione in misura almeno pari al 3 % della maggiore entità fra costo e valore totale della produzione; impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in una quota almeno pari a 1/5 della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in una quota almeno pari a 1/3 della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale; titolarità, anche quali depositarie o licenziatarie, di almeno una privativa industriale, relativa a un'invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale, ovvero titolarità dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore, purché tale privativa sia direttamente afferente all'oggetto sociale e all'attività d'impresa.

Per quanto riguarda il regime di pubblicità per accedere alle agevolazioni, le PMI innovative devono registrarsi nella sezione speciale del Registro delle imprese creata presso le Camere di Commercio. Specularmente rispetto a quanto già previsto per le start-up innovative, l'iscrizione avviene trasmettendo in via telematica alla Camera di Commercio competente in via territoriale una dichiarazione di autocertificazione di possesso dei requisiti esposti. Questa flessibilità in entrata è bilanciata da due contrappesi: i controlli effettuati dalle autorità competenti sull'effettivo possesso dei requisiti e l'obbligo di aggiornare con cadenza annuale (con scadenza il 30 Giugno) i dati forniti al momento dell'iscrizione nella sezione speciale, pena la perdita dello status di PMI innovativa.

Tali dati riguardano in via principale la tipologia di attività condotta, con particolare riferimento agli elementi caratterizzanti l'innovazione tecnologica.

Come per le start-up innovative, il registro speciale delle PMI viene reso pubblico in formato elettronico e aggiornato su base settimanale dal sistema camerale, in modo da dare pubblicità e favorire un monitoraggio diffuso. In particolare:

- le PMI innovative sono esonerate dal pagamento dell'imposta di bollo dovuta per gli adempimenti relativi alle iscrizioni nel Registro delle imprese;
- le deroghe alla disciplina societaria ordinaria più significative sono previste per le PMI innovative costituite in forma di s.r.l., per le quali si consente: la creazione di categorie di quote dotate di particolari diritti (ad es. si possono prevedere categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che ne attribuiscono in misura non proporzionale alla partecipazione detenuta); la possibilità di effettuare operazioni sulle proprie quote; la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi; l'offerta al pubblico di quote di capitale;
- in caso di perdite sistematiche le PMI innovative godono di un regime speciale sulla riduzione del capitale sociale, tra cui una moratoria di un anno per il ripianamento delle perdite superiori ad un terzo (il termine è posticipato al secondo esercizio successivo);
- anche la PMI innovativa non è tenuta ad effettuare il test di operatività per verificare lo status di società non operativa;
- la PMI innovativa può remunerare i propri collaboratori con strumenti di partecipazione al capitale sociale (come le *stock option*) e i fornitori di servizi esterni attraverso schemi di *work for equity*. A questi strumenti viene applicato un regime fiscale e contributivo favorevole, in quanto non rientrano nel reddito imponibile, ma sono soggetti soltanto alla tassazione sul *capital gain*;
- sono previsti incentivi fiscali per investimenti in PMI innovative che operano sul mercato da meno di sette anni dalla loro prima vendita commerciale provenienti da persone fisiche (detrazione Irpef del 19 % dell'investimento fino a un massimo investito pari a 500.000 euro) e persone giuridiche (deduzione dall'imponibile Ires del 20 % dell'investimento fino a un massimo investito pari a 1,8 milioni di euro). Alle PMI innovative che operano sul mercato da più di sette anni dalla loro prima vendita commerciale, tali

incentivi si applicano qualora siano in grado di presentare un piano di sviluppo di prodotti, servizi o processi nuovi;

- Le PMI possono ricorrere all'*equity-based crowdfunding*, la cui regolamentazione di dettaglio è stata predisposta dalla CONSOB; come abbiamo visto l'Italia è stato il primo Paese al mondo ad aver regolamentato il fenomeno. Anche le PMI innovative, così come le start-up innovative, possono avviare campagne di raccolta di capitale diffuso attraverso portali online autorizzati; inoltre consentendo anche agli OICR e alle società di capitali che investono prevalentemente in start-up e PMI innovative di raccogliere capitale mediante crowdfunding è stato possibile effettuare una diversificazione e riduzione del rischio di portafoglio per l'investitore retail e grazie al Decreto il trasferimento delle quote di start-up e PMI innovative è stato dematerializzato, con conseguente riduzione degli oneri annessi, in un'ottica di fluidificazione del mercato secondario;
- possono attingere in modo semplificato, gratuito e diretto al Fondo di Garanzia per le Piccole e Medie Imprese che facilita il finanziamento bancario attraverso la concessione di una garanzia sui prestiti: tale garanzia copre fino all'80 % del credito erogato dalla Banca alla PMI innovativa, fino ad un massimo di 2,5 milioni di euro, ed è concesso sulla base di criteri semplificati, con un'istruttoria che beneficia di un canale prioritario;
- l'agenzia ICE sostiene il processo d'internazionalizzazione effettuando assistenza in materia normativa, societaria, fiscale, immobiliare, contrattualistica e creditizia e favorendo l'incontro delle PMI con investitori potenziali.

La Legge di Stabilità 2015 (art 1, comma 35) ha riscritto la disciplina del credito d'imposta per investimenti in ricerca e sviluppo introdotto dal c.d. "Decreto Destinazione Italia", dilatandone il periodo di fruizione fino al 2019. Il credito d'imposta è riconosciuto a favore delle imprese che investono in attività di ricerca e sviluppo, fino ad un importo massimo annuale di 5 milioni di euro per ciascun beneficiario. Il credito è nella misura del 25 % degli incrementi annuali di spesa nelle attività di ricerca e sviluppo rispetto alla media delle spese maturate nei 3 periodi d'imposta precedenti a quello in corso al 31 Dicembre 2015, sempre che in ciascuno dei periodi d'imposta siano sostenute spese per attività di ricerca e sviluppo

pari ad almeno 30.000 €. Il beneficio fiscale raggiunge il 50 % per investimenti in ricerca e sviluppo relativi all'assunzione di personale altamente qualificato oppure costi di una ricerca svolta in collaborazione con università ed enti o organismi di ricerca e con altre imprese, come le start-up innovative.

Sempre la Legge di Stabilità 2015 (art. 1, comma 37-45) ha introdotto nel nostro ordinamento delle agevolazioni fiscali sui redditi derivanti dallo sfruttamento della proprietà intellettuale.

Il *Patent Box* consente in via opzionale alle imprese di escludere dalla tassazione il 50 % del reddito derivante dallo sfruttamento commerciale dei beni immateriali (opere dell'ingegno, brevetti industriali, marchi d'impresa).

Il Decreto *Investment Compact* ha potenziato tale strumento e lo ha reso una potente misura di attrazione d'investimenti nella valorizzazione del capitale immateriale, dei marchi e dei modelli industriali.

A fronte delle innovazioni introdotte nel 2015 con il Decreto *Investment Compact* e facendo tesoro dell'esperienza raccolta nei primi mesi di attività delle piattaforme, la CONSOB ha ritenuto opportuno rivedere il Regolamento esistente (introdotto - come visto - nel 2013), pubblicando un nuovo documento che ha introdotto importanti modifiche, diminuendo alcuni vincoli.

Innanzitutto, ha esteso il novero degli investitori “professionali” a quelli classificati “su richiesta” ai sensi della disciplina MiFID dall'intermediario di cui sono clienti, rendendo più facile per le imprese rispondere al requisito della quota minima del 5 % dell'offerta; inoltre si considerava ammissibile nel computo del 5 % anche la parte sottoscritta da investitori “seriali” nel crowdfunding (quali i *business angels*) o da persone fisiche con esperienza di amministratori in start-up o PMI innovative.

Ha, inoltre, introdotto l'obbligo di inizio delle attività da parte dei portali entro 6 mesi dall'autorizzazione, pena la decadenza dell'autorizzazione stessa, dando la possibilità al gestore del portale di verificare direttamente, per ogni ordine di adesione alle offerte ricevuto, che il cliente avesse il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che l'investimento comporta (verifica prima effettuata solo da Banche e SIM).

Diversi sono gli articoli del Regolamento CONSOB che hanno subito una modifica o sono stati introdotti ex novo con l'entrata in vigore della Delibera n. 19520. *In primis*, si consideri che l'articolo 2, comma 1, lettera j), dispone

che siano considerati investitori professionali “...i clienti professionali privati di diritto e i clienti professionali privati su richiesta, individuati nell'Allegato 3, rispettivamente ai punti I e II, 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 e i clienti professionali pubblici su richiesta individuati rispettivamente dagli articoli 2 e 3 del Decreto ministeriale 11 Novembre 2011, n. 236 emanato dal Ministero dell'economia e delle finanze”.

L'articolo 24, comma 2, sancisce che “ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale, il gestore verifica che una quota pari almeno al 5 % degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di start-up innovative o da investitori a supporto dell'innovazione aventi un valore di portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a 500.000 euro, in possesso dei requisiti di onorabilità previsti dall'articolo 8, comma 1 del Regolamento e di almeno uno dei seguenti requisiti:

- aver effettuato, nell'ultimo biennio, almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in start-up innovative o PMI innovative, ciascuno dei quali per un importo almeno pari a quindici mila euro;
- aver ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in una start-up innovativa o PMI innovativa, diversa dalla società offerente”.

Analizzando il punto 2, invece, l'articolo 11-bis del Regolamento, riguardo la decadenza dell'autorizzazione, recita: “i gestori danno inizio allo svolgimento dell'attività entro il termine di sei mesi dalla data della relativa autorizzazione, a pena di decadenza dell'autorizzazione medesima” e al comma 2 che “I gestori che abbiano interrotto lo svolgimento dell'attività lo dovranno riprendere entro il termine di sei mesi, a pena di decadenza della relativa autorizzazione”.

Di recente, è stata estesa la platea delle società che possono giovare dell'alleggerimento normativo garantito dalla nuova disciplina a tutte le PMI italiane, indipendentemente dalla loro data di costituzione, dall'innovatività dell'oggetto sociale o dell'attività esercitata, nonché dalla loro forma giuridica.

Ciò è avvenuto tramite l'introduzione dell'articolo 1, comma 70 della Legge n. 232 dell'11 Dicembre 2016 (c.d. “Legge di Stabilità 2017”), approvata dal

Senato nella stessa versione emanata dalla Camera dei Deputati il 24 novembre 2016; in seguito, il Decreto Legge n. 50 del 24 Aprile 2017 (cd. “Decreto Correttivo”), il Legislatore ha inteso togliere ogni dubbio sull’applicabilità della normativa sull’equity crowdfunding anche alle PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata.

Con l’introduzione dell’articolo 1, comma 70, il Legislatore ha sancito il definitivo tramonto dell’idea dell’*equity* quale strumento di finanziamento dedicato esclusivamente a progetti imprenditoriali innovativi.

Tale novità normativa è stata introdotta tramite la modifica di due disposizioni del TUF, relative all’*equity crowdfunding*: il comma 5-*novies* dell’art. 1 e l’art. 50-*quinquies*. Con la modifica dell’art. 1, comma 5-*novies* si è provveduto a ridefinire i portali di *equity crowdfunding* quali “*portali per la raccolta di capitali per le PMI*”, considerandoli alla stregua di “piattaforme online che abbiano come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle PMI definite dalla disciplina dell’Unione europea e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società che investono prevalentemente in PMI”.

Si è poi provveduto a sostituire le parole “start-up innovative e PMI innovative” con la parola “PMI”, ovunque ricorrano, nel disposto dell’art. 50-*quinquies* del TUF, nonché nell’intitolazione del capo III *quater* del TUF. Il Legislatore è però incorso, a differenza di quanto fatto in occasione dell’allargamento alle PMI innovative nel “Decreto Investment Compact”, in due gravi dimenticanze: da un lato, si è dimenticato di emendare espressamente la terza norma del TUF rilevante ai fini dell’*equity*, ossia l’art.100-*ter*; dall’altro lato, non ha esteso l’applicazione di alcune delle citate deroghe al diritto societario, ed in particolare, la possibilità di derogare alla disposizione che vieta che le partecipazioni dei soci di s.r.l. possano formare oggetto di offerte al pubblico di prodotti finanziari (art. 2468, comma 1 c.c.), rendendo possibile per le start-up e le PMI innovative organizzate in forma di s.r.l. di offrire al pubblico le proprie quote, anche tramite campagne di *equity*.

La mancata deroga all’art. 2468, comma 1 c.c., ha inoltre comportato conseguenze di non poco conto all’indomani dell’entrata in vigore della Legge di Stabilità. Non essendosi espressamente derogato al divieto previsto dalla legge per le quote di s.r.l. di formare oggetto di offerte al pubblico, la raccolta di capitali di rischio online tramite equity crowdfunding risultava essere praticabile, oltre che dalle start-up e PMI innovative, solo dalle PMI

non innovative organizzate in forma di società per azioni. Paradossalmente, quindi, la maggior parte delle società alle quali il Legislatore aveva voluto estendere l'equity crowdfunding, le PMI in forma di s.r.l., non poteva, di fatto, farvi ricorso.

Per risolvere questa mancanza, il 24 Aprile 2017 è stato approvato l'art. 57, comma 1, del Decreto Correttivo, in tal modo correggendo il tiro rispetto alla mancata deroga al divieto per le partecipazioni dei soci di s.r.l. di formare oggetto di offerte al pubblico di prodotti finanziari, tramite l'estensione a tutte le PMI dell'applicazione del comma 5 dell'art.26 del Decreto Crescita 2.0 il quale prevede la sopra citata deroga all'art. 2468, comma 1, c.c.

Tale correzione della Legge di Stabilità è avvenuta tramite la sostituzione delle parole “start-up innovative” e “start- up innovativa” con la parola “PMI” all’interno dell’art. 26, comma 5, del Decreto Crescita 2.0.

Le medesime sostituzioni terminologiche sono state previste anche ai commi 2 e 6 dell’art. 26 del Decreto Crescita 2.0, nonché nel comma 3 di tale articolo per il richiamo alle “società di cui al comma 2” contenuto al suo interno. Anche i predetti commi prevedono importanti deroghe alla disciplina di diritto societario relativa alle s.r.l., introdotte dal Legislatore con l’evidente intento di facilitare gli investimenti nel capitale delle PMI in forma di s.r.l., anche tramite campagne di *equity-based crowdfunding*.

Le sopra citate ulteriori deroghe al regime ordinario previsto dal codice civile per le s.r.l. sono pertanto anch’esse attualmente applicabili a tutte le PMI e consistono:

- nella possibilità di prevedere nell’atto costitutivo la creazione di particolari categorie di quote fornite di diritti diversi e nei limiti imposti dalla legge, determinare liberamente il contenuto delle varie categorie di quote, anche in deroga all’art. 2468, commi 2 e 3 del c.c. i quali prevedono rispettivamente, il principio di proporzionalità nelle s.r.l. dei diritti sociali rispetto alle partecipazioni possedute, a cui fa eccezione la possibilità di attribuire particolari diritti unicamente a singoli soci, che possono riguardare esclusivamente l’amministrazione della società e la distribuzione degli utili; • nella possibilità di prevedere nell’atto costitutivo, anche in deroga all’art. 2479, comma 5 del c.c., la creazione di categorie di quote che non attribuiscano diritti di voto o che attribuiscano al socio diritti di voto in misura non

proporzionale alla partecipazione da questi detenuta, ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative;

- nella possibilità di effettuare operazioni sulle proprie partecipazioni, in deroga all'art. 2474 del c.c., qualora l'operazione sia compiuta in attuazione di piani d'incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori d'opera e servizi, anche professionali (come i piani di "*stock option*").

Le ulteriori deroghe al diritto societario e tributario previste dagli altri commi dell'art. 26 del Decreto Crescita 2.0 non sono state invece estese a tutte le PMI e restano pertanto appannaggio delle sole start-up e PMI innovative, ossia:

- il comma 1, che riguarda l'allungamento del periodo di un ulteriore anno nei casi di riduzione del capitale per perdite di cui agli artt. 2446 e 2482-bis c.c. e di un anno nei casi di riduzione del capitale al di sotto del minimo legale di cui agli artt. 2447 e 2482-ter c.c.;
- il comma 4, la non applicabilità della normativa fiscale sulle "società di comodo";
- il comma 7, la possibilità di prevedere nell'atto costitutivo l'emissione di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o amministrativi, ad esclusione del diritto di voto, a seguito dell'apporto da parte di soci o terzi di opere o servizi.

2 - Un'analisi comparativa: tra Unione Europea e Stati Uniti d'America

Ai fini di una più completa analisi del fenomeno dell' *equity crowdfunding*, posto che l'Italia è stato il primo - ed, al momento, anche l'unico - Paese europeo ad aver disciplinato in modo organico la materia, si ritiene doveroso un confronto con le principali soluzioni normative adottate sia in Europa che oltreoceano.

2.1 - Il quadro normativo nell'Unione Europea

Il fenomeno del *crowdfunding* è in continua evoluzione da quando, in ragione della crisi, l'accesso all'attività creditizia delle banche è stato imbrigliato da vincoli sempre più stringenti e l'accesso ai finanziamenti è divenuto complicato.

Già i dati relativi al 2012 mostravano come il *crowdfunding* in Europa fosse cresciuto del 65% rispetto all'anno precedente, raccogliendo 735 milioni di Euro. Ma, nonostante il *crowdfunding* abbia assunto negli ultimi anni una notevole importanza, in Europa esso non ha subito suscitato l'attenzione da parte del Legislatore comunitario.

Come ripetuto più volte, le difficoltà degli ultimi anni per le imprese a finanziare i propri investimenti hanno avuto un peso maggiore presso le piccole e medie imprese. Poiché le PMI rappresentano il 99% del tessuto produttivo dell'Unione Europea, nel 2011 la Commissione Europea ha pubblicato un piano di azione per migliorare l'accesso ai finanziamenti in favore delle piccole e medie imprese, tracciando una serie di interventi volti ad incentivare i prestiti alle imprese, il *venture capital* e l'accesso al mercato dei capitali all'interno dell'Unione.

Il piano di azione delineato dalla Commissione Europea ha individuato diverse questioni al fine di migliorare l'imprenditorialità, ma non ha considerato in alcun modo il *crowdfunding* come potenziale strumento per permettere la ripresa dell'economia europea. Un forte impulso in tale direzione è stato dato dalla costituzione, nel 2011, dell'European Crowdfunding Network (ECN), nato come un gruppo di interesse e diventato poi divenuto una organizzazione no-profit internazionale con sede a Bruxelles, allo scopo di favorire il dibattito politico e l'opinione pubblica in tema di *crowdfunding* in Europa. In data 29 ottobre 2012, l'ECN ha pubblicato *A Framework For European Crowdfunding*, un *paper* che si proponeva sia di analizzare lo stato dell'industria europea del *crowdfunding* sia di esprimere la necessità che i legislatori europei, nazionali e locali prestino attenzione al fenomeno, raccogliendo tutti gli *input* derivanti da questo settore, dall'esperienza di ogni Paese membro e internazionale al fine di delineare delle linee guida, riconoscendo che il *crowdfunding* rappresenta un valido canale di finanziamento alternativo per le PMI, nonché uno strumento capace di produrre benefici potenziali per l'innovazione, la ricerca e lo sviluppo.

A tale scopo, si rendeva pertanto necessaria la creazione di un ambiente normativo comune ai Paesi dell'Unione Europea, sia per avere una visione

unica nell'ambito della tutela dell'investitore in tema di trasparenza, anti frode, sicurezza dei pagamenti, ecc., sia per rimanere competitivi nel mercato globale.

Grazie anche alla spinta dell'ECN, infatti, la Commissione Europea - Direzione Generale Mercato Interno e Servizi ha iniziato a valutare la possibilità di proporre misure a livello europeo proprio in merito al *crowdfunding*. E difatti, già all'inizio del 2013, la Commissione incluse, tra le azioni volte a migliorare l'accesso ai finanziamenti, l'invito agli Stati membri ad esaminare un'eventuale modifica della legislazione nazionale vigente per agevolare nuove forme alternative di finanziamento per le start-up e le PMI, con particolare attenzione alle piattaforme di microfinanziamento diffuso.

Nell'ambito delle azioni specifiche rivolte agli imprenditori sul *web*, l'Esecutivo comunitario ha espresso l'intenzione di avviare contatti con gli investitori europei per aumentare il flusso di *venture capital* e del *crowdfunding* a sostegno delle start-up sul *web*. Successivamente, nel *Green Paper on long-term financing of the European economy*, pubblicato il 25 marzo 2013, la Commissione rilevava le potenzialità di iniziative finanziarie innovative che utilizzassero le tecnologie informatiche ed *internet*, decidendo di valutare la possibilità di sviluppare e promuovere altre fonti di finanziamento "non tradizionali" come il *crowdfunding*.

Le risposte al "Libro verde" hanno confermato che tale iniziativa può svolgere un importante ruolo nella promozione dell'accesso ai finanziamenti per una crescita sostenibile. E difatti, al fine di pianificare le azioni future, la Commissione Europea ha quindi promosso una "Consultazione sul *crowdfunding*", la quale ha fornito numerosi dettagli sulla situazione del settore nell'Eurozona, contribuendo a tracciare limiti, differenze e punti di contatto tra Paesi membri, imprenditori, autorità di regolamentazione nazionali ed il *crowd* (la folla).

A seguito della consultazione pubblica in materia lanciata nell'ottobre 2013, la Commissione europea ha presentato, il 27 marzo 2014, nell'ambito del pacchetto di misure sul finanziamento a lungo termine dell'economia, una comunicazione sul *crowdfunding*, con la quale, partendo proprio dai risultati dell'indagine, propone, tra le altre cose, di promuovere le *best practices* del settore, esaminare la possibilità di sviluppare un marchio di qualità, nonché di valutare periodicamente la necessità di ulteriori azioni a livello europeo.

Nello specifico, la Commissione Europea in questa comunicazione ha effettuato una distinzione preliminare tra *crowd sponsoring* (facendo riferimento ai modelli basati su donazioni, ricompense e prevendite, che non comportano alcun ritorno finanziario per i finanziatori) e *crowd lending* o *crowd investing* (in riferimento ai modelli basati sulla partecipazioni agli utili, sui prestiti e sugli investimenti in titoli che prevedono la prospettiva di un ritorno finanziario).

Considerando i risultati della consultazione, le potenzialità del *crowdfunding* e le sfide da esso poste in quanto fenomeno, la Commissione ha individuato le seguenti priorità di intervento:

- istituire un gruppo di esperti sul *crowdfunding*, con il compito di fornire alla Commissione pareri e consulenze in questo settore. In particolare, il gruppo di esperti dovrebbe non solo offrire alla Commissione consulenza finalizzata ad esplorare come l'introduzione di un "marchio di qualità" potrebbe contribuire a creare un clima di fiducia presso gli interessati, ma anche supportare la Commissione nel promuovere la trasparenza, le buone pratiche e la certificazione;
- procedere ad attività di sensibilizzazione riguardo al *crowdfunding*, promuovendo l'informazione e sostenendo la formazione;
- procedere alla mappatura dell'evoluzione delle normative nazionali e tenere *workshop* normativi volti ad assicurare un funzionamento ottimale del mercato interno e a valutare l'eventuale necessità di un'azione normativa a livello centrale dell'Unione Europea.

Sulla base di tali priorità, nel corso del 2014, la Commissione europea ha condotto uno studio volto ad ottenere una migliore visione del ruolo svolto dal *crowdfunding* nel sistema finanziario europeo allo scopo di analizzare le potenzialità di tale fenomeno a sostegno della ricerca e dell'innovazione, istituendo l'*European Crowdfunding Stakeholder Forum*, un forum europeo sul *crowdfunding*: un gruppo di esperti composto da rappresentanti di alto livello di associazioni di gruppi interessati e da autorità nazionali, avente la funzione di contribuire a sensibilizzare l'opinione pubblica, promuovendo lo scambio delle *best practice* ed individuando i problemi da

risolvere, al fine di permettere al *crowdfunding* di svilupparsi al meglio in tutti i Paesi dell'Unione.

Nel mercato britannico, ad esempio, il *crowdfunding* si è soprattutto sviluppato nelle forme del *lending-based*, ma anche le piattaforme di *equity* hanno registrato una significativa crescita; ma non si è assistito ad un corposo intervento legislativo in materia.

In particolare, per il *lending model* il governo britannico si è limitato ad emanare, nel luglio 2013, il *Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Amendment (No.2) Order 2013*, con il quale è stato previsto che una piattaforma di *lending*, per operare, dovrà essere preventivamente autorizzata dalla FCA (*Financial Conduct Authority*), che esamina le credenziali di *lenders* e *borrowers*, vigila sulla prevenzione del riciclaggio e sulla segregazione del patrimonio degli investitori, rispetto a quello del gestore del portale.⁷

Per quanto riguarda l'*equity crowdfunding*, invece, la regolamentazione è ancora in addivenire; ma, l'offerta di *depositary receipts* ed altri strumenti finanziari è stata, in linea generale, inquadrata come sollecitazione al pubblico e pertanto, nel mercato *retail*, non può essere rivolta ad investitori non qualificati se non per il tramite di un intermediario autorizzato. Di fatto, accade che alcuni operatori di *equity-based crowdfunding platform* operino nell'ambito della disciplina dell'intermediazione finanziaria quali intermediari autorizzati dalla *Financial Conduct Authority* (F.C.A.), mentre altri operano in regime di esenzione.⁸

Data la mancanza di una regolamentazione specifica sull'*equity*, la *Financial Conduct Authority* ha preferito circoscrivere tale tipologia di investimento solamente agli investitori professionali, in quanto questi ultimi hanno gli strumenti e le capacità necessarie per poter effettuare uno *screening* delle prospettive economico-finanziarie di società neo-costituite e spesso attive in settori ad alto rischio (come, ad esempio, quello *hi-tech*) e di investitori *retail* non qualificati che certifichino di investire non più del 10% del loro portafoglio. Se la piattaforma si limita strettamente ad agire solo nella presentazione dell'investimento, senza effettuare alcun tipo di sollecitazione, deve comunque vagliare attentamente le informazioni fornite

⁷ Piattelli U., *Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Giappichelli Editore, Torino, 2013.

⁸ Alvisi P., *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in "Rivista di Diritto Bancario", Marzo 2014, disponibile sul sito www.diritto bancario.it.

sul sito in modo che esse non integrino in alcun modo promozione dell'investimento o consulenza finanziaria (nel qual caso, invece, occorrerebbe la preventiva autorizzazione della F.C.A.).

Malgrado una esplicita normativa rivolta specificamente all'*equity* non sia stata emanata, in Germania il fenomeno risulta già ampiamente regolato nell'ambito delle disposizioni in materia bancaria e finanziaria. In terra tedesca, si è assistito allo sviluppo di due tipologie di piattaforme *equity-based*.

La prima tipologia comprende quelle piattaforme che svolgono la propria attività senza una specifica autorizzazione, operano in un regime di esenzione rispetto alla disciplina prevista per l'offerta al pubblico di strumenti finanziari, e per questo possono consentire la sottoscrizione di strumenti finanziari entro un limite di 100.000,00 € in un periodo di 12 mesi per ciascun emittente (a differenza di quanto previsto dall'ordinamento italiano che fissa il limite a 5 milioni di Euro).⁹ Oltre all'esenzione dalla suddetta disciplina, le piattaforme in questione possono operare anche senza alcuna licenza se offrono in sottoscrizione solo strumenti finanziari di nuova emissione e se non detengono fondi e strumenti finanziari di proprietà degli investitori: ciò significa che le attività svolte nel rispetto di tali restrizioni richiedono il solo ottenimento di una licenza che regola le attività commerciali e industriali (*Gewerbeordnung*).

L'altra tipologia di piattaforme di *equity crowdfunding* è, invece, costituita da quelle piattaforme che operano oltre i limiti appena citati, per cui devono ottenere preliminarmente una specifica licenza per operare conformemente al testo unico bancario (*Kreditwesengesetz*) ed essere autorizzati allo svolgimento dei servizi di investimento dall'Autorità di controllo, la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht). L'attività svolta dal gestore di una piattaforma *equity-based* è inoltre soggetta alla disciplina in tema di servizi di pagamento vigente in Germania (*Zahlungsdiensteengesetz*), atteso che il pagamento debba avvenire tra l'investitore e il gestore e quindi tra il gestore e l'emittente. In ogni caso, l'applicazione della suddetta disciplina viene meno se il gestore si affida ad un soggetto "intermediario" autorizzato a svolgere i servizi di pagamento.¹⁰

⁹ Alvisi P., *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in "Rivista di Diritto Bancario", cit.

¹⁰ Piattelli U., *Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Giappichelli Editore, Torino, 2013.

A fronte dell'espandersi del fenomeno del *crowdfunding* anche in Francia, sono state proposte azioni di regolamentazione normativa dell'attività delle piattaforme sia per l'*equity* che per il *lending-based crowdfunding*.

In Francia, l'attività è inquadrata nell'ambito della disciplina generale, secondo la quale le piattaforme di *lending crowdfunding* possono essere gestite solo da intermediari bancari, richiedono una capitalizzazione minima di 5 milioni di Euro e sono soggette alle disposizioni previste dalla Autorité des Marchés financiers (AMF) e della Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP), indipendentemente dalla dimensione delle operazioni effettuate; le piattaforme di *equity crowdfunding* devono, inoltre, essere autorizzate ad operare come Investment Service Providers presso la ACP e conformarsi alle disposizioni in tema di prospetti finanziari.

La prima tappa verso la regolamentazione del crowdfunding in Francia si è avuta nel maggio 2013, con la pubblicazione delle linee guida di AMF e ACP in tema di *equity*, *lending* e *reward-based crowdfunding*.

Nel settembre 2013, poi, il Ministro francese delle Finanze ha presentato un progetto di legge, cui ha fatto seguito una pubblica consultazione, che ha previsto, tra le altre cose, l'istituzione della figura di un *advisor* per gli investimenti (*conseiller en investissements participatifs*) per le piattaforme di *crowdfunding*; l'introduzione di presìdi a tutela degli investitori, atti a garantire che i fondi apportati alla raccolta vengano effettivamente destinati al progetto che intendono supportare; l'introduzione di misure anti-riciclaggio e volte a prevenire rischi di finanziamenti verso attività illecite; nonché i requisiti minimi di capitale per le piattaforme ed i limiti di importo massimo per il *lending crowdfunding*, sia in termini di importo finanziabile sia di apporto da parte del singolo investitore.

Per l'*equity* è stata prevista, come in Italia, la creazione della nuova attività di gestione dei portali, che non richiede requisiti minimi di capitale, ma introduce regole sui costi, sugli obblighi di informativa ed un prospetto di poche pagine che governa le transazioni superiori a 1 milione di Euro.

Infine, per le piattaforme di *lending crowdfunding* è stato normato che ogni progetto non potrà raccogliere più di 1 milione di Euro e per ogni investitore verrà introdotto un limite di investimento di 1.000 Euro per ciascun progetto.¹¹

¹¹ Alvisi P., *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in "Rivista di Diritto Bancario", cit.

2.2 - La regolamentazione dell'Equity Crowdfunding negli Stati Uniti

Spesso si fa riferimento al fenomeno del *crowdfunding* come una novità, quasi come una tendenza passeggera di internet. Tuttavia, non è un fenomeno così nuovo come si potrebbe credere, bensì un concetto che esiste già da alcuni secoli. La novità consiste nelle nuove tecnologie “social” e nella mentalità che ne deriva, aspetti, questi, che stanno offrendo al fenomeno la popolarità di cui gode negli ultimi anni. Il termine «crowdfunding» fu utilizzato per la prima volta da Michael Sullivan nel 2006 quando lanciò “*Fundavlog*”, un tentativo fallito di creare un incubatore per progetti ed eventi legati ai videoblog, che prevedeva la possibilità di effettuare donazioni online. Molto probabilmente a causa di questo tentativo fallito, il termine iniziò però ad essere utilizzato in modo frequente solo qualche anno dopo con l'avvento della piattaforma americana Kickstarter.

Tuttavia il primo evento di cui sia ha notizia come raccolta di fondi realizzata attraverso il finanziamento collettivo, e quindi come precursore del *crowdfunding*, è quello relativo ai lavori di innalzamento della Statua della Libertà: nel 1885 arrivò a New York la statua che era stata inviata e fatta costruire dai francesi per commemorare la dichiarazione di indipendenza degli Stati Uniti d'America del 1776. La mancanza di fondi impedì però l'inizio dei lavori necessari alla costruzione del piedistallo che avrebbe sorretto la statua, sino a quando Joseph Pulitzer, famoso giornalista ed editore del quotidiano *New York World*, annunciò l'intenzione di raccogliere 100.000,00 \$, dichiarando che avrebbe pubblicato sul giornale il nome di tutti coloro che avessero contribuito alla raccolta, indipendentemente dall'importo donato. Dopo solo cinque mesi, furono raccolti 102.000,00 \$ grazie al contributo di 120.000 donatori differenti.

In questa esperienza di fine Ottocento si possono ritrovare tutte le linee essenziali che definiscono il *crowdfunding*, ad eccezione del fatto che la promozione del progetto e la raccolta dei fondi non è avvenuta tramite il *web*; pertanto, i primi veri esempi possono essere osservati a partire dalla seconda metà degli anni '90, quando cominciarono a comparire alcuni progetti finanziati tramite campagne di beneficenza *online*. Nello stesso periodo anche gli artisti con un ricco seguito di fan, tra loro connessi grazie allo sviluppo della rete, iniziarono a chiedere alle proprie *crowds* di finanziare nuovi album ed i loro *tour* di concerti.

Uno dei primi esempi in tal senso è rappresentato dal gruppo rock inglese *Marillion* che nel 1997 riuscì a raccogliere 60.000 \$ per finanziare un tour negli Stati Uniti, il tutto tramite una raccolta fondi *online*. In modo analogo, le associazioni di beneficenza cominciarono a scoprire le potenzialità del web e nel 2000 nacque JustGiving, sito di raccolta di beneficenza online.

A partire dalla seconda metà degli Anni 2000, il *crowdfunding* conobbe una nuova fase di sviluppo: nel 2005 fu lanciata Kiva, prima piattaforma a permettere agli investitori di prestare denaro ad imprenditori dei paesi in via di sviluppo: Kiva è ora una delle piattaforme di micro-prestiti di maggior successo, con oltre 165 milioni di dollari raccolti attraverso il *crowdfunding*, e con un eccellente tasso di “ripagamento” del 98.83%. Impostazione che oggi si è ulteriormente evoluta, venendo definita come «prestito peer to peer» (P2P): un’alternativa al tradizionale prestito bancario, sviluppato per consentire il prestito di denaro tra privati anche al di fuori dei Paesi in via di sviluppo.

Malgrado, all’inizio, queste piattaforme non riscossero un immediato successo sia a causa di diverse limitazioni regolamentari sia perché la società non era ancora abbastanza pronta, dall’altro lato i social network in quegli anni stavano vivendo un intenso sviluppo, trasformandosi in piattaforme capaci di supportare una vasta gamma di applicazioni sociali e funzionalità interattive.

Proprio sulla base di questo sviluppo, negli USA nel 2008 nacque *IndieGoGo* e nel 2009 *Kickstarter*, piattaforme tra le più popolari al mondo. In particolare, il 9 febbraio 2012, una *docking station* creata per l’iPhone da Casey Hopkins divenne il primo progetto di Kickstarter che ha superato il milione di dollari raccolti. Il 18 maggio 2012, il *Pebble E-Paper Watch* raccolse 10.266.845 dollari, divenendo il progetto - sino a quel momento - più finanziato.

Gli Stati Uniti, insieme all’Italia, sono i soli Paesi al mondo in cui il Legislatore ha deciso in modo netto di introdurre nell’ordinamento una specifica normativa di settore volta a regolamentare il fenomeno dell’*equity-based crowdfunding*.

Il 5 aprile 2012 il Congresso ha approvato il *Jumpstart Our Business Start-ups (JOBS) Act*, il quale rappresenta il primo intervento legislativo in materia di crowdfunding nel mondo. Il JOBS Act rientra in un contesto più

generale di misure volte a rafforzare l'economia americana e volute dall'Amministrazione Obama per agevolare start-up e piccole imprese nel reperimento di capitali.

Sino all'emanazione del JOBS Act 2012, negli Stati Uniti l'*equity crowdfunding* non era consentito ai sensi del *Securities Act* 1993. Per questo motivo il ricorso al *crowdfunding* da parte delle imprese, seppur frequente, era strutturato secondo il modello *reward*: la cessione di strumenti finanziari tramite un portale di *crowdfunding* poteva avvenire solo se il portale era registrato come *broker-dealer* presso la *Securities and Exchange Commission* (SEC) ed autorizzato dalla *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA), rientrando nell'ambito della fattispecie dell'offerta pubblica disciplinata dalla *Regulation A* del *Securities Act*.

Per facilitare e favorire la prassi dell'*equity crowdfunding*, il JOBS Act 2012 ha introdotto un regime di esenzione rispetto a quello previsto per gli intermediari dal *Securities Act* 1933 per le offerte di strumenti finanziari effettuate tramite portali internet e di importo contenuto. Poi la SEC, il 23 ottobre 2013, ha reso pubblico e sottoposto a consultazione un ampio documento con cui presenta il regolamento di attuazione, in esecuzione di quanto disposto dal Title III del JOBS Act 2012, definendo puntualmente la fattispecie di esenzione ed i presupposti per accedervi.

Come nella disciplina italiana, la disciplina americana in materia di *equity* prevede che l'offerta di strumenti finanziari rappresentanti il capitale di rischio di un'impresa tramite portali *on-line* possa avvenire solamente tramite un soggetto terzo con funzioni di intermediazione (ossia la *platform*) che, qualora non sia già registrata come *broker* o *dealer*, deve essere registrata come "*funding portal*", nuova figura a cui si applicano restrizioni nell'attività e misure volte ad informare correttamente l'investitore, tutelandolo.

La disciplina italiana e quella statunitense si differenziano, però, in diversi aspetti: anzitutto negli Stati Uniti non vi sono limitazioni riguardo alla tipologia di impresa che può accedere a questo innovativo canale di *funding*. L'accesso all'*equity* è infatti precluso solo agli intermediari finanziari, alle società quotate su mercati regolamentati, agli emittenti che abbiano in precedenza effettuato offerte al pubblico sottoposte a prospetto e pertanto siano registrati presso la SEC. Non vi è invece traccia di riserva a favore di

start-up sorte per dar corso a iniziative imprenditoriali innovative, come invece è avvenuto in Italia.¹²

Per quanto riguarda, invece, i limiti concernenti la raccolta, ai sensi del *Title III del JOBS Act*, l'emittente può raccogliere tramite un portale di *equity* sino ad 1 milione di dollari in 12 mesi (5 milioni di Euro in Italia). Inoltre è previsto che l'ammontare di ogni singolo investimento (al fine di impedire che risparmi e pensioni vengano sperperati in progetti rischiosi) non ecceda le seguenti soglie:

- 2.000,00 dollari o il 5% del reddito annuale dell'investitore (quale che sia più elevato) se il reddito annuale è inferiore a 100.000,00 dollari;
- 10% del reddito annuale qualora il massimo aggregato venduto non superi 100.000,00 dollari se il reddito di tale investitore è superiore a 100.000,00 dollari e a patto che l'emittente soddisfi determinate condizioni, molte delle quali devono essere implementate con apposito regolamento della SEC⁷⁴.

Ulteriore differenza rispetto al regime italiano consiste nel fatto che nessuna frazione del capitale di rischio condotta attraverso portali di *equity crowdfunding* deve essere riservata ad un investitore istituzionale.

Infine, a scopi di trasparenza e tutela degli investitori, sono prescritti la pubblicazione sulla *platform* di un sintetico documento informativo contenente le caratteristiche dell'offerta, le informazioni sull'offerente ed i suoi amministratori, l'attività imprenditoriale esercitata ed i rischi ad essa connessi, il *business plan*) e l'obbligo di revisione legale del bilancio per gli mittenti che intendano procedere a una raccolta superiore a 500.000 dollari.

Esaminata la disciplina americana sull'*equity-based crowdfunding*, si può sicuramente concludere che il punto di forza della normativa USA consiste nell'aver consentito a qualsiasi impresa la possibilità di accesso alla raccolta di capitali tramite portali on-line, quando invece il regime italiano riserva tale strumento solo alle start-up innovative. Tuttavia, il limite di un milione di dollari imposto alla raccolta, insieme ai costi connessi alla realizzazione e pubblicazione di un documento informativo ed all'obbligo di sottoporre la società emittente a revisione quando superi i 500.000 \$ di capitali raccolti, fanno sorgere diversi dubbi sulla reale efficacia delle misure il cui scopo

¹² Alvisi P., *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in "Rivista di Diritto Bancario", cit.

sarebbe quello di favorire il modo rilevante l'accesso al mercato da parte di emittenti che intendano promuovere raccolte di importo contenuto.

L'Italia si è concentrata sulle start-up tecnologiche e la tendenza è quella di espandere il *focus*, allo scopo di sostenere la nascita di nuove imprese e la creazione di nuovi posti di lavoro, ponendosi come punto di riferimento - in Europa - per la creazione di un mercato dell'*equity crowdfunding* che tenga conto tanto degli obiettivi di raccolta finanziaria quanto delle esigenze di protezione degli investitori non professionali, in considerazione dell'alta rischiosità di ogni investimento in capitale di rischio.

BIBLIOGRAFIA

Alvisi P., *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in “Rivista di Diritto Bancario”, Marzo 2014

Barbagallo C., *L'internazionalizzazione dei servizi bancari a sostegno delle imprese all'estero nella prospettiva dell'Unione Bancaria*, in “Intervento di Carmelo Barbagallo Direttore Centrale per la Vigilanza Bancaria e Finanziaria”, XLV Giornata del Credito, Roma, 4 Dicembre 2013

Bradford C.S., *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, in “*Columbia Business Law Review*”, 9 Marzo 2012.

Busnardo L., *Il Financing delle Start-up, Slides del Corso ABC del Business Plan*, Università Cà Foscari, Venezia, Maggio 2005

Castrataro D., Wright T., *Crowdfunding - Come finanziarsi online. Introduzione al finanziamento collaborativo sul web*, Greenbooks Editore, 2014

D'Auria C., *Crowdfunding: social lending e profili di regolamentazione prudenziale*, in “Rivista di Diritto Bancario”, Marzo 2014

De Buysere K., Gajda O., Kleverlaan R., Marom D., *A Framework for European Crowdfunding*, in www.europecrowdfunding.org, 29 Ottobre 2012

Di Diego, S., Gentili, G., *Guida alle Start-up innovative. IPSOA, 2013. Ries, E., Partire leggeri. Il metodo Lean start-up.: innovazione senza sprechi per 88 nuovi business di successo*, Rizzoli, 2012

Fotina C., *Più facile investire in start-up e Pmi sui portali online*, in *Il Sole 24 Ore*, 5 dicembre 2015

Grangiotti A., *L'equity crowdfunding italiano si rinnova ascoltando mercato e operatori*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 dicembre 2015

Lamborghini B., *L'impresa web. Social Networks e Business Collaboration per il rilancio dello sviluppo*, Franco Angeli, Milano, 2009

Lerro M., *Equity Crowdfunding. Investire e finanziare l'impresa tramite Internet*, Gruppo 24 Ore, Milano, 2013

Mirra V., *Equity crowdfunding: la guida pratica. Come orientarsi in tema di raccolta fondi, start-up e nuovi finanziamenti*, Filodiritto Editore, 20 gennaio 2014

Mosca G., *Start-up, via libera al regolamento del crowdfunding. Ecco cosa cambia*, in *Il Sole 24 Ore*, 12 Luglio 2013

Pennisi M., *Crowdfunding, arriva il primo portale per le start-up italiane*, in *Corriere della Sera*, 27 gennaio 2014

Piattelli U., *Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Giappichelli Editore, Torino, 2013

Rapacciuolo C., *Italia: il credit crunch prosegue nel 2014*, in *Nota dal C.S.C.*, 11 Gennaio 2014

Ricciardi R., *Italia tra i meno innovatori in Europa. Pochi venture capital, Pmi non collaborano*, in *La Repubblica*, 4 Marzo 2014

Ronchetti N., *Il crowdfunding in Italia vale 57 milioni e 100 mila progetti*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 marzo 2016

Rosenberg T., *Crowdsourcing a Better World*, in “The New York Times”, 28 Marzo 2011

Vassallo W., *Crowdfunding nell'era della conoscenza. Chiunque può realizzare un progetto. Il futuro è oggi: Chiunque può realizzare un progetto. Il futuro è oggi*, Franco Angeli , Milano, 2005.