



# ***EQUITY CROWDFUNDING: I PORTALI AUTORIZZATI ALLA RACCOLTA DI CAPITALE ED IL REGISTRO DEI GESTORI***

*di Gioia Arnone*

*Copyright 2020 Diritto per il Futuro Srls  
Agosto 2020  
ISBN 978-88-31212-27-4*

## EQUITY CROWDFUNDING: I PORTALI AUTORIZZATI ALLA RACCOLTA DI CAPITALE ED IL REGISTRO DEI GESTORI

di Gioia Arnone

In data 26 giugno 2013, con Delibera n. 18592, la CONSOB ha regolamentato e autorizzato i portali di raccolta *equity crowdfunding*, aprendo così ufficialmente la strada ad una forma di finanziamento dal basso che vede gli investitori acquistare quote del progetto imprenditoriale economicamente supportato.

Analizzando i dati relativi a maggio 2015, il numero delle start-up presenti sul territorio italiano era pari a 4.012, concentrate per lo più nel nord del paese (in particolare in Lombardia, seguita dal Lazio). Di seguito si riportano i dati relativi ai progetti pubblicati da parte dei 6 portali italiani più importanti di *equity crowdfunding*, aggiornati a maggio 2015:

	<b>Pubblicati</b>	<b>Finanziati</b>	<b>Non finanziati</b>	<b>In essere</b>
<b>StarsUp.it</b>	12	2	4	6
<b>AssitecaCrowd.com</b>	3	1	0	2
<b>UnicaSeed.it</b>	4	1	3	0
<b>Smarthub.ue</b>	1	0	0	1
<b>NextEquity.it</b>	2	0	0	2
<b>CrowdFundMe.it</b>	2	0	0	2
	<b>24</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>13</b>

Fig. 9: Portali attivi e progetti pubblicati<sup>22</sup>. Fonte: Osservatorio sul crowdfunding – Politecnico di Milano (2015)

differenti:

- Cantiere Savona, che progetta e costruisce imbarcazioni di lusso a propulsione solare e che ha raccolto 380 mila euro; il 30% dei 44 investitori sono sardi proprio come l'azienda;
- Diaman Tech, che si occupa della creazione di software finanziari e che ha raccolto 160 mila euro da 75 investitori, con un impegno medio di 2 mila euro ciascuno, provenienti per lo più dalle regioni settentrionali. L'azienda è ubicata nel Veneto ed opera nel

comparto finanziario, vicina per affinità di business alle piazze del Nord;

- Paulownia Social Project, attiva nel campo delle piantagioni, la quale può vantare il titolo di prima start-up a vocazione sociale ad essere stata finanziata con l'equity. L'azienda ha base in Sicilia e ha raccolto 520 mila euro, di cui un terzo provenienti dal meridione. Alla raccolta hanno partecipato 12 investitori con una media di circa 43 mila euro ognuno;
- Nova Somor, start-up riminese che nasce per sviluppare prodotti basati sulle tecnologie solari termodinamiche a bassa temperatura, e che ha raccolto 250 mila euro necessari per lanciare il progetto della Eliopompa NS1.

L'*equity-based crowdfunding* ha dimostrato di poter funzionare egregiamente, purché il progetto imprenditoriale sia comprensibile agli investitori<sup>1</sup>.

## **1 - Requisiti, obblighi e responsabilità**

Ai sensi dell'art. 1, comma 5-*novies* del T.U.F., i portali sono “delle piattaforme online che hanno come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitali di rischio da parte delle start-up innovative, comprese le start-up a vocazione sociale, delle PMI innovative e degli organismi di investimento collettivo del risparmio, o altre società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative o in PMI innovative, come individuati, rispettivamente, dalle lettere e) e f) del comma 2 dell'articolo 1 del decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 30 gennaio 2014, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 66 del 20 marzo 2014”. Essi rappresentano lo strumento attraverso il quale il gestore del portale, soggetto che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali di rischio per gli offerenti ed è iscritto nell'apposito registro tenuto dalla CONSOB, svolge la sua attività (v. art. 2, comma 1, lett. e) del Regolamento CONSOB).

Dalla lettura dell'Allegato 2 del citato Regolamento si evince che il gestore di portali può svolgere altre attività, come prestare consulenza in favore delle start-up innovative e PMI innovative in materia di analisi strategiche e valutazioni finanziarie, di strategia industriale e di questioni connesse (cfr.

---

<sup>1</sup> L'equity crowdfunding in Italia: i numeri <http://www.finanzaaziendale.polimi.it/equitycf/equitycf.html>

punti n. 2 e 6 lett. A) dell'Allegato 2 del Regolamento CONSOB). Se ne ricava che l'esclusività deve concernere solo l'attività svolta dal singolo portale e che il gestore, invece, può svolgere anche altre attività, seppur su siti diversi.

Dal punto di vista soggettivo, sono due le categorie di soggetti che - ai sensi dell'art. 50-*quinquies* del T.U.F. - possono svolgere tale attività di gestione:

- i soggetti preventivamente autorizzati dalla CONSOB e iscritti nella sezione ordinaria del registro tenuto dalla CONSOB (c.d. gestori di portali autorizzati);
- banche ed imprese d'investimento già autorizzate alla prestazione di servizi di investimento, che vengono annotati nella sezione speciale del registro (c.d. gestori di diritto o istituzionali).

Dalla lettura dell'Allegato 2 del citato Regolamento si evince che il gestore di portali può svolgere altre attività, come prestare consulenza in favore delle start-up innovative e PMI innovative in materia di analisi strategiche e valutazioni finanziarie, di strategia industriale e di questioni connesse (cfr. Punti n. 2 e 6 lett. A) dell'Allegato 2 del Regolamento CONSOB).

Mentre l'iscrizione nella sezione ordinaria del Registro ha efficacia costitutiva e mette il gestore in condizioni di operare, l'annotazione nella sezione speciale, invece, ha efficacia di pubblicità notizia e certificazione anagrafica.

Il Registro è consultabile attraverso il sito Internet della CONSOB e al suo interno potranno essere rinvenute informazioni sui gestori di portali, tra cui il collegamento alla home page del sito internet del portale e gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati nei confronti dei gestori da parte della CONSOB stessa.

Al fine di tutelare l'investitore, i gestori che sono iscritti nella sezione ordinaria non possono detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi, ma devono trasmettere gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche e imprese di investimento. Ciò rappresenta un importante punto di discontinuità con i gestori di diritto i quali, invece, laddove utilizzano il portale online quale strumento di mediazione tra l'offerente e l'investitore, possono amministrare l'intero processo di investimento-finanziamento.

Possono chiedere l'iscrizione nel registro i soggetti aventi la forma giuridica di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata e di società cooperativa (art. 50-*quinquies*, comma 3, lett. a) del T.U.F. e devono avere la sede legale e amministrativa in Italia, salvo che si tratti di soggetti comunitari i quali, invece, devono avere almeno la stabile organizzazione nel territorio italiano. Qualora, invece, si tratti di gestori di diritto comunitari o extracomunitari, allora essi devono ottenere un'autorizzazione preventiva da parte della CONSOB o della Banca d'Italia.

La domanda di iscrizione al Registro, sottoscritta dal legale rappresentante, deve contenere le informazioni richieste dall'Allegato 1 del citato Regolamento (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, l'indirizzo del sito internet del portale, il nominativo e i recapiti di un referente della società e l'elenco dei documenti allegati) e vi deve essere allegata una relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa, compresa l'illustrazione dell'eventuale affidamento a terzi di funzioni operative essenziali, redatta secondo quanto previsto dall'Allegato 2 del Regolamento in parola.

Una volta ricevuta la detta documentazione, entro i sette giorni successivi, la CONSOB, ai sensi dell'art. 7, comma 2 del medesimo Regolamento, provvede a verificarne la completezza e la regolarità.

L'eventuale integrazione della documentazione deve essere fatta pervenire, a cura del richiedente, entro trenta giorni dal ricevimento della comunicazione della CONSOB, a pena di improcedibilità. La CONSOB può richiedere ulteriori informazioni alla società istante, ai suoi amministratori o soci di controllo, operandosi, dalla data di richiesta di integrazioni a quella di invio delle informazioni, una sospensione del termine per la conclusione dell'istruttoria e per un periodo comunque non superiore ai trenta giorni lavorativi, a pena di improcedibilità. Qualsiasi cambiamento dei requisiti necessari per l'iscrizione deve essere comunicato senza indugio alla CONSOB.

Il procedimento di iscrizione nel Registro da parte del futuro gestore deve essere chiuso dalla CONSOB, ai sensi del comma 5 del medesimo articolo, entro sessanta giorni dal ricevimento della domanda di iscrizione al

Registro. Circa i requisiti che il gestore del portale deve avere, ai sensi dell'art. 8 del Regolamento CONSOB, coloro i quali detengono il controllo della società che richiede l'iscrizione al Registro devono essere in possesso dei specifici requisiti di onorabilità, coincidenti con quelli che sono in vigore per le banche e imprese di investimento, e che sono legati per lo più all'insussistenza di condanne penali.

In particolare essi sono:

- 1) non trovarsi in condizione di interdizione, inabilitazione ovvero di non aver subito una condanna ad una pena che comporti l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici ovvero l'incapacità ad esercitare uffici direttivi;
- 2) non essere stati sottoposti a misure di prevenzione disposte dall'autorità giudiziaria ai sensi del decreto legislativo 6 settembre 2011, n. 159, salvi gli effetti della riabilitazione;
- 3) non essere stati condannati con sentenza irrevocabile, salvi gli effetti della riabilitazione: a pena detentiva per uno dei reati previsti dalle norme che disciplinano l'attività bancaria, finanziaria, mobiliare, assicurativa e dalle norme in materia di mercati, di valori mobiliari e di strumenti di pagamento; a pena detentiva per uno dei reati previsti nel titolo XI del libro V del codice civile e nel regio decreto 16 marzo 1942, n. 267; alla reclusione per un tempo non inferiore a un anno per un delitto contro la pubblica amministrazione, contro la fede pubblica, contro il patrimonio, contro l'ordine pubblico, contro l'economia pubblica ovvero per un delitto in materia tributaria; alla reclusione per un tempo non inferiore a due anni per un qualunque delitto non colposo;
- 4) non essere stati condannati a una delle pene indicate alla lettera c) con sentenza che applica la pena su richiesta delle parti, salvo il caso di estinzione del reato.

Il comma 2 dell'art. 8 del Regolamento ha esteso il possesso di tali requisiti, nel caso in cui il controllo o la partecipazione almeno pari al 20% del capitale della società richiedente l'iscrizione siano detenuti tramite una o più persona giuridica, a tutti coloro che entrano nella catena del controllo del gestore: gli amministratori, il direttore generale ed i soggetti che coprono cariche equivalenti nonché alle persone fisiche che controllano tali entità.

La finalità che tale norma intende perseguire è quella di garantire che la gestione ed il controllo dell'impresa siano affidati a persone di eccellente condotta così da tutelare gli interessi di coloro che con essa si relazionano.

Con la tecnica del rinvio, l'art. 9, comma 1 del Regolamento riconosce i suddetti requisiti di onorabilità anche a coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo all'interno della società.

Inoltre, i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo di un gestore - oltre al rispetto dei criteri di onorabilità - devono rispondere a determinati parametri di professionalità e competenza. Nello specifico, essi verranno scelti tra persone che hanno maturato una comprovata esperienza di almeno un biennio nell'esercizio di attività di amministrazione o di controllo ovvero compiti direttivi presso imprese; attività professionali in materie attinenti al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo; attività di insegnamento universitario in materie giuridiche o economiche; ovvero funzioni amministrative o dirigenziali presso enti privati, enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo ovvero presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni che non hanno attinenza con i predetti settori purché le funzioni comportino la gestione di risorse economico-finanziarie.

Ai sensi dell'art. 9, comma 3 del Regolamento, nel Consiglio d'Amministrazione potranno essere nominati, nei ruoli non esecutivi, anche soggetti che abbiano maturato un'esperienza lavorativa biennale nei settori industriale, informatico o tecnico-scientifico, a elevato contenuto innovativo, o di insegnamento o ricerca nei medesimi settori, purché la maggioranza dei componenti del Consiglio in parola possieda i requisiti di professionalità sopra elencati; il comma 4 del medesimo articolo prevede che coloro i quali svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso un gestore iscritto nel registro non possono svolgere la medesima attività presso altre società che gestiscono portali online, a meno che tali società non appartengano al medesimo gruppo: l'idea del Legislatore è stata quella di assicurare un livello di correttezza e di competenze professionali degli esponenti del gestore tali da creare un ambiente affidabile all'investitore che decide di investire i propri risparmi tramite un portale online.

La perdita dei requisiti di onorabilità e professionalità comporta la decadenza dell'autorizzazione per l'iscrizione nel Registro del soggetto richiedente, salvo che quest'ultimo ne rientri nuovamente in possesso nel termine massimo di due mesi; cui fa seguito la eventuale cancellazione dal Registro.

Definiti i soggetti e i requisiti, il titolo III del Regolamento enuncia le regole di condotta che i gestori di portali iscritti al Registro devono rispettare nel rapporto con gli investitori. È bene precisare che, seppur nel Regolamento si faccia genericamente riferimento al gestore di portali, le regole si applicano soltanto per i gestori da autorizzare, i quali, come già detto, devono avvalersi di un intermediario finanziario per lo svolgimento dell'attività di investimento, dato il divieto di detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi. Ma tale intermediario, ossia la banca o l'impresa di investimento, è già soggetto alla normativa a breve in commento. Ecco dunque che il Legislatore, nei loro confronti, ha voluto evitare la doppia applicazione di obblighi al fine di perseguire una celerità ed economicità dell'intera procedura amministrativa.

L'art. 13, comma 1 del Regolamento CONSOB stabilisce che "Il gestore opera con diligenza, correttezza e trasparenza evitando che gli eventuali conflitti di interesse che potrebbero insorgere nello svolgimento dell'attività di gestione di portali incidano negativamente sugli interessi degli investitori e degli emittenti e assicurando la parità di trattamento dei destinatari delle offerte che si trovino in identiche condizioni". Si tratterebbe della diligenza qualificata di cui all'art. 1176, comma 2 del c.c. secondo il quale "Nell'andamento delle obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività professionale, la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata".

Il gestore deve rendere disponibili in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni tutte le informazioni che ha ricevuto dall'offerente per le quali è responsabile non della verità, ma semplicemente della chiarezza espositiva nel portale; infatti, nella prima parte dell'Allegato 3 del Regolamento CONSOB viene specificato che "L'offerente è l'esclusivo responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni dallo stesso fornite". Ai sensi del comma 3 dell'art. 13 del Regolamento, inoltre, il gestore deve richiamare l'attenzione degli investitori sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria siano



adeguati rispetto alle proprie disponibilità e non deve diffondere notizie che non siano coerenti rispetto a quelle pubblicate nel portale, astenendosi dal formulare raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte presenti sul portale, in quanto si potrebbe verificare un'influenza sull'andamento delle adesioni alle medesime.

È inoltre compito del gestore garantire l'aggiornamento delle informazioni presenti sul portale, oltre che l'accessibilità a quest'ultime nei dodici mesi successivi alla chiusura delle offerte e per un periodo di cinque anni da tale data a chiunque ne faccia richiesta. Secondo il disposto del comma 5 dell'articolo in commento, inoltre, dev'essere assicurato all'investitore il diritto di recesso, senza alcun costo, entro sette giorni dalla data di ricezione dell'ordine, esercitabile tramite comunicazione inviata al gestore.

E difatti, tutte le volte in cui il gestore comprende che il potenziale investitore non abbia un livello di esperienza e competenza che non gli permettano la comprensione delle caratteristiche essenziali e del rischio connesso all'operazione, deve mettere al corrente di ciò il cliente, anche attraverso mezzi di comunicazione elettronica.

A tal proposito giova significare che un'importante novità introdotta con il Decreto Investment Compact è stata quella di riconoscere in capo ai gestori il potere di effettuare la verifica di appropriatezza per l'operazione con una riduzione dei costi di transazione, così permettendo la conclusione delle operazioni completamente online.

## **2 - Gli obblighi informativi nei confronti dell'investitore**

Nel corso del precedente paragrafo si ha avuto modo di comprendere l'esigenza di trasparenza e chiarezza informativa che contraddistingue ogni singola operazione di equity crowdfunding, al fine precipuo di tutelare l'investitore non professionale, contraente più debole, che deve essere in grado di capire il rischio a cui potrebbe andare incontro effettuando l'investimento in start-up innovativa.

In tale contesto sono stati previsti una serie di obblighi informativi a carico del gestore, declinati su tre diversi livelli:

- informazioni relative alla gestione del portale;
- informazioni relative all'investimento tramite portali;
- informazioni relative alle singole offerte.

In primo luogo, è previsto che i portali debbano rendere visibili all'investitore le informazioni prima che quest'ultimo aderisca alle singole offerte, attraverso apposite schede redatte secondo il modello standard allegato al Regolamento CONSOB oppure con strumenti multimediali quali immagini, video o "pitch".

In particolare, il gestore deve fornire alcune informazioni dirette a far comprendere la natura dell'attività svolta dal portale. In particolare, ai sensi dell'art. 14 del Regolamento CONSOB, l'investitore deve essere messo al corrente relativamente:

- al gestore, ai soggetti che controllano quest'ultimo o che possiedono una quota di partecipazione almeno pari al venti per cento del capitale sociale e a coloro che svolgono attività di amministrazione, gestione e controllo;
- alle attività svolte, come ad esempio le modalità di selezione delle offerte o l'eventuale affidamento di tale attività a terzi e alla data di inizio, interruzione o riavvio dell'attività;
- alle modalità di gestione degli ordini relativi alla sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti, specificando se il gestore provvede a verificare la sussistenza, in capo all'investitore, dei requisiti di esperienza e conoscenza tali da permettergli di comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che l'investimento comporta, oppure se vi provvedono le banche o le imprese di investimento;
- ai costi a carico degli investitori;
- alle misure adottate dal portale per ridurre e gestire i rischi di frode, i conflitti di interesse, nonché le misure per la trattazione dei reclami e per il corretto trattamento dei dati personali;
- ai meccanismi previsti per la risoluzione stragiudiziale delle controversie;
- ai dati aggregati sulle offerte svolte dal portale e i risultati raggiunti;
- alla normativa di riferimento, al registro tenuto dalla CONSOB, alla sezione "*investor education*" predisposta dalla CONSOB ed alla sezione speciale del R.I. dedicata alle start-up innovative e agli incubatori;

- ai provvedimenti sanzionatori e cautelari che la CONSOB ha adottato nei confronti del gestore del portale; alle iniziative assunte dal gestore nei confronti degli emittenti nei casi di inosservanza delle regole di funzionamento del portale.

In merito all'investimento in strumenti finanziari tramite portali, l'investitore deve essere informato su:

- il rischio di perdita dell'intero capitale investito, in quanto le start-up innovative, a causa dell'aleatorietà dell'attività da esse svolta, hanno un elevato grado di insuccesso: potendo sottoscrivere soltanto strumenti di capitale che rappresentano il capitale di rischio dell'impresa innovativa delle quali, dunque, si diventa socio, il crowdfunder partecipa al rischio economico dell'attività d'impresa; ne consegue che il rischio di perdere l'intero capitale investito è elevato;
- il rischio di "illiquidità", ovvero la poca capacità dello strumento finanziario in esame a trasformarsi in moneta senza perdere di valore; e difatti, chi sottoscrive uno strumento finanziario di start-up innovativa deve sapere che sarà soggetto al rischio di illiquidità almeno fin quando la start-up innovativa rimarrà tale, con il rischio di rimanere prigioniero dell'investimento (l'unica soluzione che ha l'investitore per liquidare lo strumento è quella di effettuare una compravendita fra privati, secondo le norme stabilite per i singoli casi);
- il divieto di distribuzione di utili previsto per le start-up innovative dall'art. 25, comma 2 lett. e) del D.L. n. 179/2012;
- il trattamento fiscale di tali investimenti, con particolare riguardo alla temporaneità dei benefici ed alle ipotesi di decadenza dagli stessi;
- le deroghe al diritto societario nonché al diritto fallimentare che rispettivamente gli art. 26 e 31 del D.L. n. 179/2012 riconoscono alla start-up innovativa;
- le deroghe al diritto societario che l'art. 26 del D.L. n. 179/2012 prevede per le PMI innovative;
- i contenuti tipici di un business plan e del regolamento di un OICR;

- la possibilità e le modalità di esercitare il diritto di recesso ai sensi dell'art. 13, comma 5 del Regolamento.

Il secondo comma dell'art. 15 del Regolamento stabilisce, invece, che gli interessati possono aderire alle singole offerte solo se hanno preso visione delle informazioni di “*investor education*” presenti sul sito internet di CONSOB. Qualora sia il gestore stesso ad effettuare la verifica di cui all'art. 13, comma 5-bis del Regolamento in esame, l'investitore dovrà fornire una serie di informazioni comprovanti la piena comprensione delle caratteristiche essenziali e dei rischi principali connessi all'investimento in start-up innovative e deve dichiarare di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento che intende effettuare.

L'art. 16 del Regolamento CONSOB individua le informazioni che devono essere fornite all'investitore relativamente alla singola offerta. Nel dettaglio :

- le informazioni indicate nell'Allegato 3 del Regolamento CONSOB e i relativi aggiornamenti forniti dall'offerente, anche in caso di significative variazioni intervenute o errori materiali rilevati nel corso dell'offerta, portando contestualmente ogni aggiornamento a conoscenza dei soggetti che hanno aderito all'offerta;
- gli elementi identificativi delle banche o imprese di investimento che curano il perfezionamento degli ordini, nonché gli estremi identificativi del conto previsto dall'articolo 17, comma 6 (cioè il conto indisponibile destinato all'offerente);
- le modalità di esercizio del diritto di revoca che l'art. 25, comma 2, del medesimo Regolamento riconosce all'investitore non professionale;
- la periodicità e le modalità con cui verranno fornite le informazioni sullo stato delle adesioni, l'ammontare sottoscritto e il numero di aderenti;
- l'indicazione dell'eventuale regime alternativo di trasferimento delle quote rappresentative del capitale di start-up innovative e di PMI innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata come previsto dall'articolo 100-ter, comma 2-bis, del

Testo Unico e le relative modalità per esercitare l'opzione di scelta del regime da applicare.

In particolare, l'Allegato 3 del Regolamento CONSOB, intitolato "Informazioni sulla singola offerta", nella quarta parte, detta una serie di informazioni che devono essere pubblicate per ciascuna offerta. Esse sono:

- le condizioni generali dell'offerta, inclusa l'indicazione dei destinatari, di eventuali clausole di efficacia e di revocabilità delle adesioni;
- le informazioni sulla quota eventualmente già sottoscritta da parte degli investitori professionali o delle altre categorie di investitori previste dall'art. 24, con indicazione della relativa identità di quest'ultimi;
- l'indicazione di eventuali costi o commissioni posti a carico dell'investitore, comprese le spese per la successiva trasmissione degli ordini a banche e imprese di investimento;
- l'indicazione di ogni corrispettivo, spesa o onere posto a carico del sottoscrittore se si sia optato per il regime alternativo di trasferimento delle quote previsto dall'art. 100-ter, comma 2-bis del T.U.F.;
- la descrizione delle modalità di calcolo della quota riservata agli investitori professionali o alle altre categorie di investitori previste dall'art. 24 del Regolamento, nonché delle modalità e della tempistica di pubblicazione delle informazioni sullo stato di adesione all'offerta;
- l'indicazione delle banche e delle imprese di investimento cui saranno trasmessi gli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta e la descrizione delle modalità e della tempistica per l'esecuzione dei medesimi, nonché della sussistenza di eventuali conflitti di interessi in capo a tali banche e imprese di investimento;
- le informazioni in merito al conto indisponibile acceso presso l'intermediario incaricato di occuparsi del perfezionamento degli ordini e alla data di effettivo addebito dei fondi sui conti dei sottoscrittori;
- le modalità di restituzione dei fondi nel caso di esercizio del diritto di recesso o di revoca, nonché nel caso in cui l'offerta non

si sia perfezionata (si pensi alla modalità di *crowdfunding* “*all or nothing*”);

- i termini e le condizioni per il pagamento e l’assegnazione/consegna degli strumenti finanziari;
- le informazioni sui conflitti di interesse inerenti all’offerta, inclusi quelli derivanti dai rapporti intercorrenti tra l’offerente e il gestore del portale, coloro che ne detengono il controllo, i soggetti che svolgono funzioni di direzione, amministrazione e controllo nonché gli investitori professionali o le altre categorie di investitori previsti dall’articolo 24 del medesimo Regolamento, che hanno già sottoscritto la quota degli strumenti finanziari ad essi riservata;
- le informazioni sullo svolgimento da parte dell’offerente di offerte aventi il medesimo oggetto su altri portali;
- la legge applicabile e il foro competente;
- la lingua in cui sono comunicate le informazioni relative all’offerta.

Per ciascuna offerta, la CONSOB ha imposto al gestore di riportare la seguente dicitura: “Le informazioni sull’offerta non sono sottoposte ad approvazione da parte della CONSOB. L’offerente è l’esclusivo responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni dallo stesso fornite. Si richiama inoltre l’attenzione dell’investitore sul fatto che l’investimento, anche indiretto, mediante OICR o società che investono prevalentemente in strumenti finanziari emessi da start-up innovative e PMI innovative è illiquido e connotato da un rischio molto alto”. Ne deriva che, attraverso l’adozione della seguente formula, l’Autorità si libera della responsabilità circa la veridicità delle informazioni fornite dal gestore, gravante quest’ultima esclusivamente in capo all’offerente.

### **3 - L’offerta di sottoscrizione: caratteristiche e vincoli all’operazione**

Com’è stato ampiamente argomento in precedenza, un’operazione di *equity crowdfunding* può avere ad oggetto solo strumenti finanziari rappresentativi del capitale di rischio (azioni o quote) di start-up innovativa, PMI, OICR e società che investono prevalentemente in start-up innovative e PMI innovative.

Tale offerta, effettuata per mezzo di portali *online*, non deve superare l'importo di 5 milioni di euro. Si tratta di un limite sancito all'art. 34 ter, comma 1, lett. c) del Regolamento CONSOB, adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 ed aggiornato il 17 marzo 2016, ai sensi dall'art. 100, comma 1, lett. c) del T.U.F.

Il suddetto limite, se rispettato, comporta l'esenzione dall'applicazione della disciplina dell'offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita, di cui agli artt. 93-bis e seguenti del Testo Unico sulla Finanza.

Ai sensi dell'art. 17, comma 1 del Regolamento CONSOB, il gestore deve assicurare che gli ordini di adesione ricevuti dall'offerente siano trattati in maniera rapida, corretta e efficiente. Inoltre devono essere registrati in modo pronto e accurato e trasmessi, indicando gli estremi identificativi di ciascun investitore, secondo la sequenza temporale con la quale sono stati ricevuti.

Affinché l'offerta vada a buon fine, è necessario che (ai sensi dell'art. 24, comma 2 del Regolamento), entro il termine della raccolta, il 5% dell'ammontare sia sottoscritto da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di start-up innovative o da investitori a supporto dell'innovazione (c.d. clienti professionali su richiesta).

Quest'ultimi devono essere in possesso dei seguenti requisiti, indicati al comma 2, dell'art. 24 del Regolamento:

- avere un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a 500.000 euro;
- essere in possesso dei requisiti di onorabilità;
- avere effettuato, nell'ultimo biennio, almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in start-up innovative, ciascuno dei quali per un importo almeno pari a quindici mila euro oppure avere ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in una start-up innovativa o PMI innovativa, diversa dalla società offerente.

Ai sensi del comma 2-bis dell'articolo in parola, il cliente professionale deve trasmettere al gestore un'attestazione rilasciata dall'intermediario di cui è cliente dalla quale risulti la classificazione come cliente professionale. Inoltre ai fini dell'accertamento della qualità di investitore a supporto dell'innovazione, il soggetto interessato deve presentare:

- una o più dichiarazioni rilasciate da banche o imprese di investimento da cui risulta che il valore di portafoglio di strumenti

finanziari, inclusi i depositi in contante, è superiore a 500.000 euro;

- le certificazioni attestanti l'insussistenza di una delle situazioni di cui all'art. 8, comma 1 del Regolamento, ovvero la dichiarazione sostitutiva di atto notorio resa ai sensi degli articoli 46 e 47 del Decreto del Presidente della Repubblica 28 dicembre 2000, n. 445;
- le visure camerali attestanti le cariche di amministrazione di start-up innovativa o PMI innovative ricoperte e le relative deleghe;
- per ciascuna operazione, la certificazione della start-up o PMI innovativa che attesti gli investimenti effettuati nell'ultimo biennio.

L'offerta non potrà essere oggetto di *crowdfunding* nel caso in cui il gestore non abbia accertato che lo statuto o l'atto costitutivo dell'offerente preveda:

- il diritto di recesso dalla società (e quindi relativo il diritto alla liquidazione della propria partecipazione nel caso in cui, una volta chiusa l'offerta sul portale, i soci di maggioranza trasferiscono direttamente o indirettamente la propria partecipazione a terzi) ovvero il diritto di co-vendita (c.d. clausola *tag along*), cioè il diritto del socio di minoranza di vendere anche le proprie partecipazioni al medesimo acquirente del pacchetto di controllo ed alle stesse condizioni. Questi diritti sono esercitabili dall'investitore non istituzionale e dalle altre categorie di investitori di cui all'art. 24, comma 2 del Regolamento per tutto il periodo in cui sussistono i requisiti di start-up innovativa e per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta;
- la comunicazione alla società nonché la pubblicazione dei patti parasociali sul sito internet della società.

Una volta ricevuta la volontà dell'aderente di investire in una start-up, i gestori autorizzati, poiché, come più volte chiarito, non possono detenere somme di denaro di pertinenza degli investitori né possono eseguire direttamente gli ordini per la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti sul proprio portale, devono trasmettere l'ordine a una banca o a un'impresa di investimento. In esse si crea la provvista necessaria al perfezionamento dell'ordine di sottoscrizione che viene fatta confluire all'interno di un conto indisponibile destinato all'offerente.



Secondo quanto disposto dalla direttiva dell'Unione Europea 2004/39/CE MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*), è compito della banche o della società di intermediazione mobiliare (SIM) occuparsi della cosiddetta “profilatura del cliente”, e cioè di verificare il rispetto, da parte dell'investitore, di una serie di obblighi informativi e di comportamenti previsti dalla Parte II del T.U.F. (c.d. disciplina sui servizi di investimento).

In particolare, ai sensi dell'art. 17, comma 3 del Regolamento CONSOB, le banche e le imprese d'investimento devono operare nel rispetto di tale disciplina del T.U.F. qualora siano soddisfatte le seguenti condizioni: l'ordine proveniente da una persona fisica di importo superiore a 500 euro ovvero a 1.000 euro considerando gli ordini complessivi annuali; l'ordine proveniente da una persona giuridica è di importo superiore a 5.000 euro ovvero a 10.000 euro considerando gli ordini complessivi annuali.

Al comma 4, però, è prevista un'esenzione dall'applicazione della disciplina sui servizi di investimento, nel caso in cui il gestore abbia verificato che il cliente possieda un livello di esperienza e di conoscenza tale da permettergli di comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che l'investimento comporta. Qualora, invece, il gestore non effettui tale verifica, l'investitore stesso deve consegnarli un'attestazione in cui egli dichiara di non avere superato, nell'anno solare, i citati limiti di cui al comma 3.

#### **4 - La tutela dell'investitore non professionale**

Un altro aspetto fondamentale della normativa riguarda il vasto quadro di tutele posto a favore degli investitori retail il cui scopo è quello di garantire la massima trasparenza delle informazioni fornite dal gestore del portale e dall'emittente. Tuttavia, proprio in questo ambito si vanno a ravvisare i principali limiti della normativa, in quanto, gli eccessivi oneri informativi posti a carico dei gestori di portali possono limitare la nascita di nuove piattaforme e di conseguenza la diffusione dell'*equity crowdfunding*.

È stata più volte sottolineata l'attenzione che il Legislatore ha riservato all'investitore non professionale (c.d. *retail*). Egli infatti per poter accedere al portale e aderire all'offerta deve completare un vero e proprio “percorso di investimento consapevole” che si concretizza nella compilazione di un questionario online da cui risulti che ha preso visione delle informazioni pubblicate e che hanno compreso le caratteristiche e i rischi dell'investimento.

Nella pratica, la tutela dell'investitore *retail* è data dal riconoscimento dei seguenti diritti:

- il gestore deve assicurare all'investitore non professionale il diritto di recedere dall'ordine di adesione, ai sensi dell'art. 13, comma 5 del Regolamento CONSOB. A tal fine, indipendentemente dalla motivazione sottostante la decisione, occorre dare comunicazione al gestore entro sette giorni dalla data dell'ordine, senza che l'investitore sopporti alcuna spesa;
- il diritto di revocare l'adesione quando, tra il momento dell'adesione all'offerta e quello in cui l'offerta è chiusa, sopravvenga un fatto nuovo o sia rilevato errore materiale concernenti le informazioni esposte sul portale, che siano atti a influire sulla decisione dell'investimento. Tale diritto deve essere esercitato entro sette giorni dalla data in cui le nuove informazioni sono state portate a conoscenza dell'investitore.

È fatto salvo il diritto di recesso nonché il diritto co-vendita nel caso in cui, una volta chiusa l'offerta sul portale, i soci di maggioranza trasferiscano direttamente o indirettamente la propria partecipazione a terzi.

## **5 - La vigilanza della CONSOB e il procedimento sanzionatorio**

La vigilanza sui gestori dei portali è esercitata dalla CONSOB secondo quanto previsto dall'art. 30, comma 6 del D. L. n. 179/2012 e dall'art. 50 quinquies, comma 6 del T.U.F. Essa ha i seguenti poteri:

- comunicare dati e notizie sia standard (necessarie per effettuare l'ordinaria vigilanza) che specifiche (ad esempio, relative al superamento di determinate soglie dell'offerta);
- trasmettere atti e documenti ai fini di un'attività istruttoria su una determinata operazione;
- effettuare ispezioni presso il soggetto vigilato, finalizzate a verificare fatti o reperire atti o documenti.

Relativamente al procedimento sanzionatorio, occorre distinguere tra gestori di portali autorizzati dalla CONSOB e gestori di diritto. Per quanto riguarda i gestori di portali autorizzati, la violazione delle norme in materia di equity crowdfunding dettate dal T.U.F. e dal Regolamento CONSOB implica l'assoggettamento a una sanzione amministrativa pecuniaria da 500 a 25.000 euro, tenuto conto della gravità della violazione e dell'eventuale

recidiva. Inoltre, la CONSOB può anche sospendere da uno a quattro mesi o radiare il gestore dal registro dei gestori di portali. L'art. 23, comma 1 lett. a) del Regolamento CONSOB dispone che la sospensione può aversi nei casi di grave violazione delle regole di condotta previste dal titolo III, e quindi per l'inosservanza delle disposizioni già trattate degli artt.13-21 del medesimo Regolamento.

I casi in cui, invece, un gestore può vedersi radiato dal registro dei portali sono elencati all'art. 23, comma 1 lett. b) n. 1-8 del Regolamento CONSOB. Essi sono:

- lo svolgimento di attività di facilitazione della raccolta di capitali di rischiosi in assenza delle condizioni previste dall'articolo 24 ovvero per conto di società diverse dagli offerenti;
- la contraffazione della firma dell'investitore su modulistica contrattuale o altra documentazione informatica ovvero analogica;
- l'acquisizione, anche temporanea, della disponibilità di somme di denaro ovvero detenzioni di strumenti finanziari di pertinenza di terzi;
- la comunicazione o trasmissione all'investitore o alla CONSOB di informazioni o documenti non rispondenti al vero;
- la trasmissione a banche e imprese di investimento di ordini riguardanti la sottoscrizione di strumenti finanziari non autorizzati dall'investitore;
- la mancata comunicazione a banche e imprese di investimento dell'avvenuto esercizio, da parte dell'investitore, del diritto di recesso, ai sensi dell'articolo 13, comma 5, o di revoca, ai sensi dell'articolo 25;
- la reiterazione di comportamenti che hanno dato luogo a provvedimenti di sospensione adottati ai sensi della lettera a) comma 1, dell'art. 23;
- ogni altra violazione di specifiche regole di condotta connotata da particolare gravità.

Per le sanzioni, si applicano i commi 2 e 3 dell'art. 196 del T.U.F., relativi alle sanzioni applicabili ai promotori finanziari. In particolare, ai sensi dell'art. 196, comma 2, *“le sanzioni sono applicate dalla CONSOB con provvedimento motivato, previa contestazione degli addebiti degli interessati, da effettuarsi entro 180 giorni dall'accertamento, ovvero entro*

*360 giorni se l'interessato risiede o ha la sede all'estero, e valutate le deduzioni da esse presentate nei successivi 30 giorni. Nello stesso termini gli interessati possono chiedere di essere sentiti personalmente.”.*

Per i gestori di diritto annotati nella sezione speciale del registro dei portali, invece, si applica la disciplina dei provvedimenti ingiuntivi, di cui agli artt. 51-55 del T.U.F.

Infine, l'art. 22 del Regolamento riconosce alla CONSOB un provvedimento cautelare, che le permette, nei casi di necessità e urgenza, di sospendere l'attività del gestore - in via cautelare - per un periodo massimo di 90 giorni, laddove sussistano gravi violazioni delle disposizioni sia del T.U.F. che del Regolamento CONSOB, da cui possa discenderne la radiazione dal registro dei portali.

## **6 - Criticità della normativa sull'equity crowdfunding e prospettive future**

Come si è detto, la start-up innovativa che decide di raccogliere capitali di rischio mediante emissione di strumenti finanziari attraverso uno o più portali, elabora un documento informativo conforme alle prescrizioni del Regolamento.

Il gestore del portale prescelto fornisce le informazioni relative alle start-up e alle singole offerte, tramite la predisposizione di schede dettagliate, e raccoglie gli ordini di adesione ricevuti dagli investitori, li registra e li trasmette alle banche o alle imprese di investimento incaricate di curare il perfezionamento degli ordini .

Inoltre, il gestore assicura che per ciascuna offerta venga costituita una provvista nel conto indisponibile intestato all'emittente presso le banche e/o le imprese di investimento alle quali sono trasmessi gli ordini. Al momento del perfezionamento dell'offerta, la provvista viene trasferita all'emittente ed i titoli sottoscritti vengono trasferiti all'investitore; nel caso in cui l'offerta non si perfezioni, la provvista torna nella piena disponibilità degli investitori.

Per consentire ai nuovi investitori di sottoscrivere il capitale di rischio della è necessario un aumento di capitale, la cui delibera è assunta dall'assemblea straordinaria dei soci, secondo quanto previsto per le modifiche dello statuto.

Tuttavia, per la S.p.a., l'art. 2443 del c.c. prevede che lo statuto o una successiva modifica dello stesso possono delegare agli amministratori la

facoltà di aumentare il capitale sociale purché l'ammontare massimo entro cui gli amministratori possono aumentare il capitale sia predeterminato e la delega possa essere concessa per un periodo massimo di cinque anni, decorrente dalla data di iscrizione della società nel registro delle imprese.

Ai sensi del comma 1 dell'art. 2438 l'aumento di capitale non potrà essere eseguito fino a che le azioni precedentemente emesse non siano state interamente liberate. La violazione di tale disposizione comporta che restano salvi comunque gli obblighi assunti con la sottoscrizione delle azioni e, nel contempo, gli amministratori sono responsabili in solido per i danni arrecati ai soci ed ai terzi. E inoltre, in presenza di perdita che rendono obbligatoria la riduzione del capitale, la società non può procedere ad un aumento dello stesso senza aver prima ridotto il capitale in misura corrispondente alla perdita.

Il verbale della deliberazione del consiglio d'amministrazione di aumentare il capitale è redatto da un notaio e deve essere depositato e iscritto nel Registro delle Imprese.

Analogamente, l'art. 2481, comma 1 del c.c. riconosce che l'atto costitutivo di S.r.l. può attribuire agli amministratori la facoltà di aumentare il capitale sociale, determinandone i limiti e le modalità. Il suddetto articolo non distingue se l'aumento delegato sia un aumento a pagamento o un aumento gratuito e quindi, contrariamente a quanto si ritiene nella disciplina della S.p.a. dove normalmente l'aumento delegato è solo l'aumento a pagamento, nella S.r.l. si ritiene che l'organo amministrativo possa decidere tanto un aumento a pagamento quanto un aumento gratuito.

L'aumento reale del capitale sociale non può tuttavia alterare gli equilibri tra i soci, ai quali infatti la legge riconosce il diritto di opzione per la sottoscrizione del nuovo capitale in proporzione alla partecipazione già posseduta.

Poiché nel caso di un'operazione di *equity crowdfunding*, nella maggior parte dei casi, l'investitore/socio effettua dei micro-conferimenti che non rischiano di subire un significativo effetto di "diluizione" per l'entrata di nuovi soci e considerato che quest'ultimo è solito preferire l'assegnazione di categorie di quote o azioni privilegiate sotto il profilo patrimoniale più che amministrativo, nessuna norma vieta che i soci rinuncino al diritto di opzione, riservando l'aumento di capitale alle sottoscrizioni raccolte mediante *crowdfunding*.

Tutte le volte in cui l'aumento del capitale sociale viene sottoscritto da un soggetto terzo l'art. 2441, comma 6 prevede nella S.p.a. un'ipotesi di sovrapprezzo obbligatorio: il terzo deve pagare un sovrapprezzo poiché altrimenti potrebbe facilmente avvantaggiarsi dei valori che sono creati dai vecchi azionisti. Nella S.r.l. non c'è l'obbligo di sovrapprezzo, anzi è eventuale.

Nel caso in cui la raccolta di fondi sia di tipo "*all or nothing*", l'aumento di capitale sociale si definisce inscindibile: l'efficacia dell'aumento è subordinata alla condizione sospensiva dell'integrale sottoscrizione delle azioni o quote. Di conseguenza il sottoscrittore non può esercitare alcun diritto connesso alla quota di capitale sottoscritta fino al raggiungimento del target. Se allo scadere del termine non sia stata raggiunta la sottoscrizione integrale dell'aumento, esso perderà di efficacia e i sottoscrittori hanno diritto di ottenere la restituzione delle somme versate. Quando, invece, l'operazione di crowdfunding è di tipo "*keep at all*", poiché non viene definito un tetto massimo di raccolta, allora l'aumento di capitale è scindibile: la sottoscrizione anche solo parziale vincola comunque sia la società che i sottoscrittori. Quest'ultimi, secondo quanto previsto dal Codice del Consumo, hanno un arco di tempo di quattordici giorni per recedere senza dare alcuna motivazione.

Sia per la S.p.a. che per la S.r.l. è possibile derogare al principio generale della inscindibilità dell'aumento del capitale sociale soltanto se la scindibilità sia stata indicata nella delibera. La clausola di scindibilità deve essere sempre contestuale alla deliberazione e mai successiva. Inoltre, accanto al profilo della scindibilità o inscindibilità, si potrebbe prevedere l'efficacia progressiva dell'aumento del capitale sociale: via via che viene raggiunto un certo ammontare di capitale sociale, si consolida l'aumento.

I sottoscrittori sia di azioni di nuova emissione di S.p.a. che di quote di nuova emissione di S.r.l. devono, all'atto di sottoscrizione, versare alla società almeno il 25% della parte di capitale sottoscritto e, se previsto, l'intero sovrapprezzo. Se il conferimento è in natura allora gli art. 2342, comma 3 e art. 2464, comma 5 prevedono rispettivamente che le azioni di S.p.a. e le quote di S.r.l. devono essere integralmente liberate al momento della sottoscrizione.

Avvenuta la sottoscrizione delle azioni di nuova emissione, l'art. 2444, comma 1 del c.c. prevede, limitatamente alla S.p.a., che nei trenta giorni

successivi “*gli amministratori devono depositare per l’iscrizione nel registro delle imprese un’attestazione che l’aumento del capitale è stato eseguito*”.

Ai sensi del secondo comma del medesimo articolo, fin quando tale attestazione non sia stata iscritta nel registro delle imprese, l’aumento di capitale non può essere menzionato negli atti della società, dato che non vi è alcuna certezza che lo stesso sia stato eseguito. Analogamente, per la S.r.l., il comma 6 dell’art. 2481 bis dispone che “*Nei trenta giorni dall’avvenuta sottoscrizione gli amministratori devono depositare per l’iscrizione nel registro delle imprese un’attestazione che l’aumento di capitale è stato eseguito*”.

Per certi versi, si può affermare che in Italia la regolamentazione ha anticipato il pieno sviluppo del mercato che, invece, è ancora in una fase embrionale. Tale ritardo è, per così dire, “fisiologico” in quanto l’Italia, rispetto ad altri Paesi, parte con uno svantaggio strutturale non indifferente, ovvero una bassa diffusione di banda larga e conseguente uso ridotto di internet, che implica una limitata cultura del web e una fiducia nei meccanismi di e-commerce ancora troppo bassa (in parte giustificata dal rischio di incappare in iniziative illecite o in vere e proprie truffe).

Ci si potrebbe domandare per quale motivo l’Italia si sia affrettata a disciplinare un fenomeno prima ancora che fosse realizzabile e senza potersi avvalere delle esperienze comparabili di altri paesi. In ogni caso, il fatto che tale fenomeno sia stato introdotto nella legislazione italiana rappresenta certamente un grande passo innovativo che pone l’Italia all’avanguardia a livello mondiale.

Pur dovendosi senz’altro apprezzare lo sforzo compiuto dalla CONSOB per trovare un equilibrio tra le istanze di flessibilità della cornice regolatoria proveniente da un’industria nascente e le esigenze di tutela del pubblico risparmio dalle insidie di un mercato dai confini oggi inediti e nebulosi, dall’altro, permangono alcune criticità, che meritano di essere segnalate.

## **BIBLIOGRAFIA**

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

Barontini R., *Le fonti di finanziamento per l'innovazione*, in Carlesi A., *Finanza per l'innovazione*, Franco Angeli, Milano 2002

Binacchi A., Galli A., *Le Start-up innovative: quaderno n°56, Commissioni Start-up, Microimprese e settori innovativi - Diritto tributario nazionale Boom crowdfunding in Italia: aumentano piattaforme e campagne*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 novembre 2015

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

Gervasoni A., *Private Equity e Venture Capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini, Milano, 2008

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

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

Napoletano R., *In Gazzetta il Decreto che agevola chi investe nelle start-up innovative*, in *Il Sole 24 ore*, 12 aprile 2016

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

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

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.