



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI ROMA TRE

DIPARTIMENTO DI STUDI AZIENDALI

CORSO DI DOTTORATO DI RICERCA IN

*ANALISI AZIENDALE E GIURIDICA: MERCATI, FINANZA,
ISTITUZIONI E CONSUMATORI*

CURRICULUM "DIRITTO DEI MERCATI E DEI CONSUMATORI"

XXIX CICLO

***IL FENOMENO DEL CROWDFUNDING IN ITALIA:
ANALISI E VALUTAZIONE DI IMPATTO SUI DIRITTI E
SULLE TUTELE DEL CONSUMATORE***

COORDINATORE DEL DOTTORATO:

Chiar.ma Prof.ssa Maddalena Rabitti

DOTTORANDO:

dott. Vito Giuseppe Liotine

TUTOR:

Chiar.mo Prof. Fabio Bassan

INTRODUZIONE

SCOPO E STRUTTURA DELL'INDAGINE

L'indagine trae il proprio punto di partenza dall'elemento di novità che caratterizza l'oggetto della ricerca: con la Sezione IX del decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179 convertito con modificazioni dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221 che ha introdotto nel nostro ordinamento disposizioni in materia di giovani, innovazione e nuova impresa (*start-up*) che sono state accolte dai *venture capital*, italiani e stranieri, con grande interesse e con grande aspettativa attese le opportunità derivanti dalla loro attuazione in un contesto, come quello italiano, che si era dimostrato, salve rare eccezioni, come non particolarmente fertile per i semi (*seed*) di queste iniziative. Nella Sezione IX (artt. 25-32), in particolare, viene introdotto e regolato il modello della *start-up* innovativa attraverso una serie di deroghe (art. 26) alle norme ordinarie di diritto societario previste dal codice civile e contestualmente vengono modificate (art. 30) le disposizioni del decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza) al fine consentire modalità di raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line

(c.d. *crowdfunding*).

L'esigenza di guardare alla tutela del consumatore che agisce in qualità di investitore con riferimento al fenomeno del *crowdfunding*, ed in particolare del modello *equity*, deriva dalla 'fisiologica' area di rischio connessa alle peculiarità del soggetto che beneficia dell'investimento: la *start-up* innovativa che, per definizione, si caratterizza per le basse probabilità di successo imprenditoriale.

L'analisi, in particolare, è volta, da un lato, a circoscrivere le aree di rischio per la tutela del consumatore-*crowdfunder*; dall'altro a valutare l'impatto dell'attuale assetto normativo-regolamentare sulla posizione giuridica del medesimo, tradizionalmente intesa come 'debole'.

Su queste basi, il lavoro è stato impostato secondo il seguente schema. Nel Capitolo I si è ritenuto opportuno introdurre e descrivere il fenomeno del *crowdfunding*. Pertanto, verranno individuate possibili definizioni e analizzati i diversi modelli utilizzati. Il Capitolo II espone e approfondisce la disciplina

applicabile all'*equity crowdfunding* sia in relazione alla normativa della *start-up* innovativa e della PMI innovativa - soggetti destinatari delle campagne di *equity crowdfunding* – sia con riferimento all'assetto regolamentare delineato dall'autorità di settore (Consob). Il Capitolo III fornisce poi il punto di vista comparatistico in relazione al *crowdfunding* descrivendo la normativa in tema di *crowdfunding* di alcuni paesi stranieri e le posizioni adottate dalle autorità di settore europee. Il Capitolo IV, infine, analizza ed esamina i fattori di rischio del fenomeno in relazione alle aree di tutela del consumatore evidenziando l'impatto dell'assetto normativo-regolamentare in tema di protezione del 'contraente debole'.

INDICE

CAPITOLO I

Il fenomeno del *crowdfunding*: elementi definatori e caratteristiche salienti

1.	Introduzione.....	7
2.	<i>Crowdfunding</i> : alla ricerca di una definizione.....	7
3.	Origine storica ed evoluzione del fenomeno.....	19
4.	I modelli di <i>crowdfunding</i>	23
4.1.	<i>Il modello Donation-Based</i>	31
4.2.	<i>Il modello Reward-Based</i>	33
4.3.	<i>Il modello Lending-Based</i>	34
4.4.	<i>Il modello Equity-Based</i>	37
5.	I soggetti del <i>crowdfunding</i>	43
6.	La diversità delle piattaforme	51
7.	Il mercato del <i>crowdfunding</i> : alcuni numeri.....	55

CAPITOLO II

Quadro normativo-regolamentare italiano dell'*equity crowdfunding*

1.	Introduzione.....	64
2.	L'introduzione della <i>start-up</i> e della PMI innovativa.....	65
3.	La disciplina della <i>start-up</i> innovativa di cui al Decreto Crescita 2.071	
3.1.	<i>Analisi delle caratteristiche della start-up</i>	74
4.	La disciplina della PMI innovativa di cui al Decreto Crescita 3.0....	79
4.1.	<i>Analisi delle caratteristiche della PMI innovativa</i>	82
5.	La disciplina dell' <i>equity crowdfunding</i>	85
5.1.	<i>Le modifiche al Testo Unico sulla Finanza</i>	85
5.2.	<i>Il Regolamento CONSOB di cui alla delibera 18592/2013: approvazione e panoramica delle recenti modifiche</i>	91
5.3.	<i>Il Regolamento CONSOB di cui alla delibera 18592/2013: analisi della disciplina</i>	98

CAPITOLO III

La disciplina dell'*equity crowdfunding* in Europa e negli USA

1.	Introduzione.....	113
2.	La posizione di ESMA	115
3.	Alcuni esempi di regolazione del <i>crowdfunding</i> in altri paesi.....	118
3.1.	<i>Il crowdfunding nel Regno Unito</i>	119
3.2.	<i>Il crowdfunding in Francia</i>	126
3.3.	<i>Il crowdfunding in Germania</i>	129
3.4.	<i>Il crowdfunding negli Stati Uniti d'America</i>	135
3.4.1.	<i>Il Jumpstart Our Business Startups</i>	137

CAPITOLO IV

Impatto del fenomeno del *crowdfunding* sul consumatore

1.	Introduzione.....	147
2.	Il consumatore nell' <i>equity crowdfunding</i> . Una definizione.....	148
3.	Analisi delle aree di rischio per il consumatore- <i>crowdfunder</i>	149
3.1.	<i>Il rischio relativo all'asimmetria informativa</i>	151
3.2.	<i>Il rischio di perdita dell'intero capitale</i>	159
3.2.1.	<i>Il rischio di perdita del capitale e i diritti previsti dal codice civile per i soci</i>	161
3.2.2.	<i>Il rischio di perdita del capitale e il 'problema' dalla fallibilità della start-up</i>	165
3.3.	<i>Il rischio di illiquidità</i>	172
3.4.	<i>Il rischio relativo alla mancanza di utili</i>	176
3.5.	<i>Il rischio di truffe</i>	177
4.	Il ruolo dell'investitore professionale	179
5.	La risposta del regolamento Consob ai rischi per il consumatore..	183
5.1.	<i>Gli obblighi informativi</i>	183
5.2.	<i>Il "percorso consapevole" che i consumatori devono completare per poter aderire alle offerte online</i>	186
6.	Conclusioni.....	190
	CONCLUSIONI.....	195
	BIBLIOGRAFIA	216

CAPITOLO I

Il fenomeno del *crowdfunding*: elementi definitivi e caratteristiche salienti

SOMMARIO: 1. INTRODUZIONE. – 2. *CROWDFUNDING*: ALLA RICERCA DI UNA DEFINIZIONE. - 3. ORIGINE STORICA ED EVOLUZIONE DEL FENOMENO – 4. I MODELLI DI *CROWDFUNDING* – 4.1. IL MODELLO DONATION-BASED – 4.2. IL MODELLO REWARD-BASED – 4.3. IL MODELLO LENDING-BASED – 4.4. IL MODELLO EQUITY-BASED – 5. I SOGGETTI DEL *CROWDFUNDING* – 6. LA DIVERSITÀ DELLE PIATTAFORME – 7. IL MERCATO DEL *CROWDFUNDING*: ALCUNI NUMERI.

* * *

1. Introduzione

Il presente capitolo ha natura introduttiva e descrittiva del fenomeno del *crowdfunding*. Verranno individuate alcune possibili definizioni di *crowdfunding* e, successivamente ad una breve parentesi storica sulla nascita e sviluppo del fenomeno, verranno analizzati i diversi modelli utilizzati, i soggetti protagonisti del *crowdfunding* e infine le caratteristiche salienti delle piattaforme. Si concluderà con una panoramica in merito alla dimensione economica del *crowdfunding* inteso come mercato.

2. *Crowdfunding*: alla ricerca di una definizione

Il *crowdfunding* è una pratica di finanziamento di progetti da parte di un ampio numero di investitori (dal termine inglese *crowd*, “folla”), attraverso

contribuzioni di natura economica (*funding*, “finanziamento”) effettuate via internet.

Michael Sullivan (creatore di ‘*Fundavlog*’) nel 2006 avrebbe coniato il termine *crowdfunding* per finanziare progetti legati al *video blog* mediante donazioni¹. È con la nascita nel 2008 e nel 2009 delle piattaforme IndieGoGo e Kickstarter che il *crowdfunding* assume le forme di finanziamento come lo conosciamo oggi. *Fundavlog* rappresenta un tentativo (in seguito fallito) di creare un incubatore per progetti ed eventi legati al mondo dei *video blog*, che includeva una semplice funzionalità per effettuare donazioni on line.

Il ruolo crescente ed esponenziale del *crowdfunding* nelle economie mondiali ha favorito l’attenzione non solo della dottrina, ma soprattutto degli operatori; ciononostante, ad oggi, non è ancora riscontrabile una definizione univoca del fenomeno, semmai potesse esservi. Si enumerano diversi tentativi di riassumere in poche proposizioni il complesso fenomeno del *crowdfunding*, essendo lo stesso in continua evoluzione e, non essendoci una vasta la letteratura di natura tecnica (e non meramente descrittiva)

¹ Questo è quello che afferma *Gobble*. Cfr. GOBBLE M. A. M., *Everyone is a venture capitalist: the new age of crowdfunding*, *Research technology management*, 4 (55), 2012

sull'argomento

È tuttavia possibile individuare diversi interventi definatori, ognuno dei quali ha conferito rilevanza a un aspetto diverso del fenomeno². C'è chi definisce il *crowdfunding* come un metodo innovativo per gli imprenditori di raccogliere fondi che ha assunto una particolare popolarità nell'era di *internet*³. Altri, invece, lo definiscono come un'attività fondata sull'abilità di raccogliere denaro da individui che, condividendo i medesimi interessi, sono potenzialmente disposti a versare piccoli contributi per lo sviluppo di progetti imprenditoriali⁴. C'è chi invece lo qualifica come una modalità di

² Nella letteratura giuridica straniera si segnalano: KAPPEL T., *Ex ante crowdfunding and the recording industry: a model for the U.S.?*, in *Loy. L.A. Entertainment L. Rev.*, 2009, Vol. 29, No. 3, pag. 375 ss., ove è trattata l'allora incipiente applicazione del *crowdfunding* all'industria discografica, sia nella sua versione disinteressata (*patronage ex ante crowdfunding*), sia nella variante che prevede altresì la partecipazione ai profitti derivanti dalle vendite degli album (*patronage-plus ex ante crowdfunding*); BURKETT E., *A crowdfunding exemption? Online investment crowd-funding and U.S. securities regulation*, in *Transactions Tenn. J. Bus. L.*, 2011, Vol. 13, No. 1, pag. 66 SS., 71 SS.; SCHWARZ A.A., *Crowdfunding securities*, in *Notre Dame L. Rev.*, 2012, Vol. 88, No. 3, pag. 1459 s.; HEMINWAY J.M., HOFFMAN S.R., *Proceed at your peril: crowdfunding and the Securities Act of 1933*, in *Tenn. L. Rev.*, 2011, Vol. 78, No. 4, pag. 881; BRADFORD C.S., *Crowdfunding and the federal securities laws*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2012, Vol. 2012, No. 1, pag. 10 ss., il quale si segnala per la sua analiticità.

³ Si veda sul punto SIGAR, K., *Fret no more: inapplicability of crowdfunding concerns in the internet age and the JOBS Act's safeguards*, *Administrative Law Review*, 2 (64), pag. 474-505, 2012.

⁴ Si veda sul punto LYNN, D. M., *The crowdfunding provisions of the JOBS Act*, *Financial Executive*, May, pag. 42-43, 2012 nonché LYNN, D. M., SABBAGH, H., *The JOBS Act opens door for crowdfunding offerings*, *Morrison & Forrester Social Media Newsletter*, 2 (3), p.6-8, 2012.

finanziamento per realizzare idee di *business* attraverso un processo interattivo tra promotori e potenziali investitori⁵ e chi invece si limita a definirlo come un semplice primo ‘approccio’ al finanziamento di capitali⁶. Ognuna di queste definizioni è in grado di cogliere un aspetto diverso del *crowdfunding*, che emerge in relazione ai diversi tipi di soggetti coinvolti.

Di seguito si riporta una tabella esemplificativa che raccoglie i principali tentativi definitivi in materia di *crowdfunding*.

Ramsey, Y. A., 2012	<i>The process of raising money to help turn promising ideas into business realities by connecting investees with potential supporters.</i>
Lynn, D. M., 2012	<i>A relatively new outgrowth of social media that provides funding for a variety of ventures.</i>
Bechter, C; Jentzsch, S; Frey, M., 2011	<i>An approach to raising capital required for a project or enterprise by appealing to large numbers of ordinary people for small (\$1-\$100) contributions.</i>
Sigar, K., 2012	<i>A capital formation strategy that raises small amounts of funds from a large group of people through online means.</i>

⁵ Sul punto si rimanda a RAMSEY, Y. A., *What the heck is crowdfunding? Business people*, Novembre, pag. 54-57, 2012.

⁶ Sul punto si rimanda a BECHTER, C., JENTZSCH, S., FREY, M., *From wisdom of the crowd to crowdfunding*, Journal of Communication and Computer, 8, pag. 951-957, 2011.

European Crowdfunding Network, 2012-2013	<i>Crowdfunding is the mechanism of pooling and distributing relatively small financial investments from a large audience of supporters in exchange for equity or liabilities carrying financial returns or other non-financial rewards, where supporters are people or organisations who network, usually via the internet, to jointly support other people or organisations</i>
Wheat, R. E.; Wang, Y.; Byrnes, J. E.; Ranganathan, J., 2012	<i>A new internet based method of fundraising in which individuals solicit contributions for projects on specialized crowdfunding websites</i>
Lynn, D. M.; Sabbagh, H., 2012	<i>A new outgrowth of social media that provides an emerging source of funding for ventures.</i>
Powers, T. W., 2012	<i>A financial mechanism that allows start-up companies to solicit funds from the general public through website intermediaries</i>

Tabella 1: Tentativi definitori del termine *crowdfunding*⁷.

La definizione che con riferimento al *crowdfunding* può essere considerata la più calzante ed esplicativa appare quella elaborata in seno al *Framework for European Crowdfunding*⁸ che ha affermato che il “*crowdfunding* può essere definito come lo sforzo collettivo di molti individui che creano una rete e uniscono le proprie risorse per sostenere i progetti avviati da altre persone o organizzazioni, solitamente attraverso o comunque con l’aiuto di Internet. I singoli

⁷ Tabella elaborata da VALANCIENE L; JELEVICIUTE S. nel paper *Valuation of crowdfunding: benefits and drawbacks*, Economics and management, 2013. 18 (1)

⁸ Cfr. BUYSERE, K., GAJDA, O., KLEVERLAAN, R., MAROM, D., *A framework for European crowdfunding*. Disponibile all’indirizzo: www.europecrowdfunding.org/Resources/Documents/Framework_EU_CrowdfundiNG.pdf.

progetti o le imprese sono finanziati con piccoli contributi da un gran numero di individui, permettendo ad innovatori, imprenditori e titolari di aziende di utilizzare le loro reti sociali per raccogliere capitali”⁹.

Questa definizione è quella che appare più appropriata, capace di sintetizzare gli elementi principali del fenomeno che, vale ricordare, non si limita a una semplice raccolta fondi. Il *crowdfunding* sottende forti implicazioni sociali e antropologiche che si sviluppano *online* e trova esplicazioni in una serie di processi che potrebbero innovare il modo stesso in cui classicamente si intendono le relazioni tra ideazione, produzione e consumo. La soprariportata definizione assume particolare rilevanza in quanto, rispetto agli altri tentativi definitivi, mette in risalto i tre pilastri su cui si fonda il fenomeno e segnatamente:

- la folla (*who?*);
- il finanziamento (*what?*);
- Internet (*where?*).

⁹ Nell’originale testo inglese si legge: “*Crowdfunding can be defined as a collective effort of many individuals who network and pool their resources to support efforts initiated by other people or organizations. This is usually done via or with the help of the Internet. Individual projects and businesses are financed with small contributions from a large number of individuals, allowing innovators, entrepreneurs and business owners to use their social networks to raise capital*”.

Il primo elemento incarna l'anima del fenomeno; una spontanea aggregazione di individui (che da vita, appunto, alla "folla", normalmente attraverso piattaforme *online* dedicate, che si raggruppa e si identifica,) in un'iniziativa imprenditoriale (o in un progetto di qualsiasi natura. La centralità dell'elemento *crowd* è una caratteristica che il *crowdfunding* eredita dalla pratica del *crowdsourcing*.¹⁰ Il *crowdsourcing* si sostanzia in un modello partecipativo (non limitato al *business*) grazie al quale un'impresa affida le fasi di creazione di un prodotto o di un servizio, dalla sua progettazione alla sua realizzazione, ad un insieme di individui (ecco l'elemento della folla), tramite una richiesta, alla quale chiunque può rispondere apportando il valore delle proprie competenze tecniche e commerciali. Rispetto alla tradizionale forma di *outsourcing* di attività aziendali, il *crowdsourcing* non solo consente un elevato risparmio di costi, ma genera anche un beneficio significativo in termini di capitale sociale ed innovativo a cui l'impresa può

¹⁰ Definito come: "*Crowdsourcing takes place when a profit oriented firm outsources specific tasks essential for the making or sale of its product to the general public (the crowd) in the form of an open call over the internet, with the intention of animating individuals to make a contribution to the firm's production process for free or for significantly less than that contribution is worth to the firm*". Cfr. KLEEMANN, F., VOß, G., RIEDER, K., *Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing*. *Science, Technology & Innovation Studies, North America*, 4, Jul. 2008.

attingere per lo sviluppo dei propri progetti.

Un classico esempio di *crowdsourcing* è rappresentato dalla Fondazione Linux, la quale ha sviluppato un sistema operativo *open-source* interamente progettato e reso liberamente accessibile da appassionati e specialisti del settore, ad oggi effettivi utilizzatori.¹¹ Il principio partecipativo su cui si fondano *crowdsourcing* e *crowdfunding* è sostanzialmente il medesimo, ciò che li differenzia è, invece, la finalità. Nel primo il coinvolgimento di un elevato numero di individui mira a formare una comunità per lo scambio, in relazione ad un progetto, di spunti commerciali e progettuali, nel secondo, la stessa comunità assume un ruolo fondamentale sul fronte dell'apporto monetario di risorse utili al lancio di un progetto che ha già, presumibilmente, superato la fase progettuale.¹² In altre parole il supporto allo sviluppo dell'iniziativa ricercato attraverso il *crowdfunding* si sostanzia, di fatto, nell'apporto di contributi di natura economica.

¹¹ Si veda <https://www.linuxfoundation.org/>.

¹² Si richiama sul punto la definizione di *crowdfunding* elaborata da LAMBERT & SCHWIENBACHER, i quali, basandosi sulla definizione di KLEEMANN di *crowdsourcing*, affermano che "*crowdfunding involves an open call, essentially through the Internet, for the provision of financial resources either in form of donation or in exchange for some form of reward and/or voting rights in order to support initiatives for specific purposes*". Cfr. LAMBERT T., SCHWIENBACHER A., *An Empirical Analysis of Crowdfunding*, Louvain School of Management, Working Paper Series, 2010.

Tale considerazione introduce il secondo concetto chiave, ossia l'attività di *funding*, che vede le sue radici nel fenomeno della microfinanza. Il termine "microfinanza" è diventato d'uso comune agli inizi degli anni '90, come evoluzione del concetto del microcredito¹³, includendo sia l'aspetto di somministrazione di prodotti assicurativi che quello della raccolta del risparmio a favore di persone con basso profilo socio/economico, normalmente escluse a vario titolo dai circuiti tradizionali del credito, per la creazione e lo sviluppo d'attività produttive e commerciali.¹⁴

Il *crowdfunding* eredita dal concetto di microfinanza la forza dell'agire in comune; ogni sforzo individuale, anche i più piccoli dei contributi e sommato ad altri genera un ammontare di risorse sufficienti a far decollare un progetto che altrimenti sarebbe rimasto tale. Lo sviluppo di una sinergia tra i due

¹³ Sulla nozione di microcredito e sulle sue origini si rimanda a YUNUS, M. , *Un mondo senza povertà*, Milano, Universale Economica Feltrinelli, 2010.

¹⁴ Le istituzioni di microfinanza si pongono come obiettivo principale la riduzione della povertà, promuovendo lo sviluppo umano ed economico del luogo in cui operano. L'idea di base è che, attraverso il credito agevolato, il povero possa sviluppare una micro attività che gli permetta di incrementare le proprie entrate e migliorare la propria condizione economica e sociale. A livello internazionale il microcredito si è affermato negli anni Settanta grazie alla nascita della *Grameen Bank*, la prima "banca dei poveri" fondata da Muhammad Yunus, anche conosciuto come il banchiere dei poveri per aver sostenuto e realizzato un sistema di piccoli prestiti a favore dei propri concittadini, spesso troppo poveri per poter accedere al sistema bancario.

pilastri, la forza della folla e l'attività di *funding*, è stato possibile grazie allo sviluppo di *internet*. La crescita del *crowdfunding* negli ultimi anni deriva senza dubbio dal proliferare e dall'affermarsi di applicazioni *web* e sistemi che consentono a imprenditori, creativi o qualunque altra persona con progetto di dialogare con la *crowd* per ottenere suggerimenti, raccogliere fondi e sollecitare l'attenzione su prodotti e servizi che si intendono realizzare.¹⁵ Applicazioni interattive, piattaforme di condivisione dei media, social media sono gli habitat naturali della folla, i luoghi virtuali dove i processi di aggregazione di idee e di fondi si realizzano in tempo reale, permettendo un scambio diretto ed immediato di contenuti ed informazioni relativo a progetti, attività commerciali, eventi sociali e culturali.

Vi sono poi alcuni fattori cd. esogeni che hanno reso la rete il luogo di sviluppo naturale del *crowdfunding*. la Fondazione Nesta¹⁶ ne ha individuato

¹⁵ "The rise of the crowdfunding industry over the past decade comes from the advancement in web and mobile-based web applications and services. Entrepreneurs and businesses can utilize the crowd to obtain ideas, collect money, and solicit input on the product, overall fostering an environment of collective decision-making and allowing businesses to connect with potential customers". Cfr. BUYSERE, K., GAJDA, O., KLEVERLAAN, R., MAROM, D., *A framework for European crowdfunding*, 2012. Disponibile all'indirizzo: www.europecrowdfunding.org/Resources/Documents/FREAMEWORK_EU_CROWDFUNDING.pdf

¹⁶ BAECK P. E COLLINS L., *Working the crowd: a short guide to crowdfunding and how it can work for you*, May 2013. Disponibile all'indirizzo: <http://www.nesta.org.uk/>.

quattro, tutti di natura tecnologica, che di seguito verranno illustrati singolarmente.

— Un ambiente virtuale specifico

Le piattaforme di *crowdfunding* rappresentano il luogo virtuale ove chiunque, persona fisica o giuridica che sia, può esporre il proprio progetto. Si sostanziano in siti *web* capaci di realizzare l'incontro tra la domanda di finanziamenti da parte di chi promuove dei progetti e l'offerta di contributi economici da parte degli utenti. In questi portali ogni iniziativa è presentata insieme a un *format* descrittivo degli scopi, dei temi della raccolta, delle eventuali ricompense e del relativo *budget*. Ogni proponente può pubblicare la propria idea, arricchendo la stessa di contenuti multimediali quali immagini, video o *pitch* di presentazione del *team*.

— Il fattore 'sociale'

Le piattaforme di *crowdfunding* rappresentano la sede virtuale del progetto sino alla scadenza prevista per il suo finanziamento. L'attrazione dei consumatori verso i progetti presenti sulle piattaforme viene sollecitata soprattutto grazie a strumenti di condivisione interattiva e istantanea, a costi zero ma con bacini di utenza mondiali, quali *Instagram*, *Twitter* e *Facebook*, nonché con campagne pubblicitarie su *blog* tematici e indipendenti quali

Tumblr e *Wordpress*. Il flusso informativo esterno alla piattaforma si realizza soprattutto nelle comunità *online*, attraendo potenziali investitori interessati a quella specifica tipologia di iniziativa, ed indirizzando agevolmente gli stessi verso la piattaforma.

— *Trasferire fondi con un click*

La moneta elettronica e i sistemi di pagamento *on line* (es. *Paypal*), garantiscono gli investitori (rectius, i *crowdfunders*) la sicurezza nel trasferimento del denaro. Sempre più piattaforme ne sono dotate, la loro estraneità al pagamento permette di creare un senso di garanzia e affidabilità nei *crowdfunders* nonché di trasferimento di denaro con costi ridotti, non intervenendo, quindi, nel processo di pagamento, ma cercando di garantire affidabilità del trasferimento da parte di terzi e costi bassi dello stesso per i *crowdfunders*. Questi sistemi, inoltre, come si vedrà *infra*, prevedono appositi sistemi di tutela e protezione per il consumatore.¹⁷

— *Il ruolo dei dati*

Le piattaforme di *crowdfunding* sono dotate di sistemi di aggregazione

¹⁷ A titolo esemplificativo, si rimanda all' Art. 13 delle Condizioni Generali di Contratto di *Paypal*. Disponibili all'indirizzo: <https://www.paypal.com/it/webapps/mpp/ua/useragreement-full#13>

dei dati che consentono al promotore dell'iniziativa di tenere monitorati alcuni degli indici fondamentali per la riuscita del progetto. Tra questi il grado di penetrazione del progetto, il successo riscosso presso gli utenti, il numero di visualizzazioni, di click, di donazioni effettuate nonché la frequenza degli aggiornamenti e dei commenti sulla campagna. In altri termini, la piattaforma funge da diario di bordo, accresce l'efficacia della campagna e contribuisce ad aumentare il successo della piattaforma (e con questa, di conseguenza, il successo dei progetti che vi sono pubblicati).

3. Origine storica ed evoluzione del fenomeno

Il fenomeno del *crowdfunding*, in difetto della sua classificazione come una tendenza passeggera, trova le sue origini in un interessante caso verificatosi qualche secolo fa. Nel 1884, il governo francese donò agli Stati Uniti d'America la Statua della Libertà. All'epoca, il governo americano non disponeva di fondi sufficienti per costruire il basamento che avrebbe dovuto reggere la Statua, che rischiava così di non essere installata nella baia della New York. Le prime raccolte fondi erano già iniziate prima dell'arrivo della Statua (nel 1882) ma non si era raggiunta una somma sufficiente, così si fece istanza al Congresso per uno stanziamento pari a 100.000 dollari, ma la richiesta non andò a buon fine. Un editore, di nome Joseph Pulitzer (lo stesso

che offre il nome al famoso premio), il quale pubblicava all'epoca il *New York World* annunciò attraverso la propria testata l'intenzione di raccogliere i suddetti 100.000 dollari¹⁸, dichiarando che avrebbe stampato sul giornale il nome di chiunque avesse donato fondi, a prescindere dall'importo della donazione . Dopo soli 5 mesi, la raccolta raggiunse la somma di 102.000 dollari, versati da 120.000 donatori , con un importo medio donato pari a meno di un dollaro.¹⁹

L'idea di Pulitzer è assimilabile a quello che oggi si intende per *crowdfunding* in quanto un solo soggetto, attraverso una piattaforma, al tempo, (il quotidiano *New York World*) è riuscito a sollecitare ed ottenere donazioni, anche modeste, da parte dei cittadini/investitori, facendo leva sul loro senso di appartenenza alla città e sul riconoscimento morale delle offerte (la pubblicazione del nominativo sul quotidiano), e raggiungendo così l'obiettivo di finanziamento prefissato.

Questa esperienza di fine '800 racchiude due dei tre pilastri del

¹⁸ Al cambio odierno dovrebbero corrispondere a circa 2 milioni di euro.

¹⁹ Maggiori dettagli in merito si ritrovano sul sito del National Park Service (<https://www.nps.gov/stli/learn/historyculture/joseph-pulitzer.htm>) e in un articolo di BBC Magazine (<https://www.nps.gov/stli/learn/historyculture/joseph-pulitzer.htm>).

crowdfunding moderno; manca, chiaramente, la tecnologia *internet* che ha permesso al fenomeno di affacciarsi a un bacino di utenti più esteso con conseguente espansione della propria efficacia e potenzialità a livello globale potenziando le sue possibilità di raggiungere una folla di potenziali investitori.

I primi esempi di piattaforme di *crowdfunding* si riscontrano soprattutto nel settore terziario e nel campo culturale, artistico e musicale. Nel 2000 nasce la prima piattaforma JustGiving per la raccolta di fondi da destinare in beneficenza, e nel 2005 viene lanciata Kiva, la prima piattaforma di micro prestito per imprenditori di paesi in via di sviluppo, che ad oggi vanta oltre 165 milioni di dollari raccolti ad un eccellente tasso di restituzione del 98,83% dei fondi dati in prestito. Le modalità di raccolta e impiego di Kiva hanno portato allo sviluppo del *peer-to-peer lending*, ossia il prestito tra privati a tassi fortemente ribassati, che contribuisce all'alternativa tradizionale al prestito bancario per la realizzazione di piccoli progetti imprenditoriali²⁰. Il segmento del *peer-to-peer lending*, come si vedrà *infra* (par.4) è attualmente molto attivo e conta diverse piattaforme in tutto il mondo. Sino al 2008, anno di lancio di

²⁰ Cfr. *infra*

IndieGoGo negli Usa, il *crowdfunding* non ha rappresentato una vera innovazione, forse perché i *social network* ne hanno aumentato l'esposizione mediatica con una serie di funzionalità di condivisione o forse semplicemente per carenza di cultura sul fenomeno. Ad ogni modo dal lancio di IndieGoGo e di Kickstarter, attualmente le due piattaforme più popolari di *crowdfunding* al mondo, si è assistito ad un proliferare di piattaforme simili in tutto il mondo. Le due piattaforme statunitensi hanno introdotto un sistema di remunerazione per i finanziatori dei progetti presentati nei loro portali. Così i *crowdfunders*, comunità di persone e quindi di emozioni, ottengono in cambio premi e ricompense non monetarie come riconoscenza del loro contributo morale e monetario.²¹ Lo scenario delle campagne di *crowdfunding* si è però ulteriormente evoluto, giungendo ad affacciarsi ad attività tipiche di investitori professionali quali *venture capital*, *business angels* e fondi d'investimento. Agli inizi del 2010, il perdurare delle condizioni di *credit crunch*²² hanno portato gli operatori del settore ad esplorare nuove

²¹ L'importanza del *crowdfunding* è testimoniata dalle cifre raggiunte da Kickstarter, piattaforma sulla quale è stato lanciato il progetto *pebble e-paper watch*, una *docking station* per *i-Phone*, che nel 2012 ha superato il milione di dollari raccolti (per l'esattezza 1.464.706 dollari).

²² Per una ricostruzione critica della realtà economico-finanziaria degli ultimi anni, si veda CAPRIGLIONE, "Etica e finanza" alla luce della recente crisi finanziaria, in AA.VV., *Capitalismo avanzato e innovazione finanziaria*, a cura di DE CARLI, Milano, 2012, pag. 101 ss.;

potenzialità dell'interazione con la folla ed a implementare gradualmente l'*equity-crowdfunding*: l'investimento in capitale di rischio di *start-up* nascenti.²³

4. I modelli di *crowdfunding*

Le campagne di *crowdfunding* rappresentano una fonte di finanziamento alternativa nell'ambito della quale all'investitore possono essere offerte, in cambio dell'apporto monetario, diverse tipologie di 'corrispettivi' (o 'ricompense' come definiti nel settore) che possono consistere in diritti patrimoniali, premi, ricompense emozionali, prodotti finiti o benefici riconducibili allo spirito di appartenenza al progetto. Nelle prime analisi relative al fenomeno del *crowdfunding* è possibile distinguere due tipologie di

AA.VV., *The Great Financial Crisis*, a cura di MASERA, Roma, 2009; ALPA, *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2009, n. 1, pag. 83 ss.; CABALLERO, *The "other" imbalance and The Financial Crisis*, Roma, dicembre 2009, reperibile su www.bancaditalia.it. Si veda, inoltre, BAFFI-PARISI, *Il mercato dopo la crisi finanziaria del 2008*, in AA.VV. *Capitalismo prossimo venturo. Etica Regole Prassi*, Bocconi Editore, 2010, pag. 319, in cui si considera la crisi del 2007 come il risultato di una inefficiente interazione di taluni fattori che compongono l'odierno sistema finanziario. Più in particolare si evidenzia come, nell'aggravarsi delle turbolenze in questione, "scelte razionali a livello individuale (...) non si riconciliano necessariamente con una scelta razionale dal punto di vista collettivo, in quanto la serie di fallimenti che può conseguire da un comportamento uguale dei vari intermediari finanziari causa una contrazione economica che danneggia l'intera economia".

²³ COMMISSIONE EUROPEA, *Crowdfunding innovative ventures in Europe*, report finale, 2014. Disponibile all'indirizzo: http://www.iban.it/frontend/iban/public/file/Crowdfunding_FinalReport_EN.pdf.

campagne: *ex post facto crowdfunding* ed *ex ante facto crowdfunding*.²⁴ Nel primo caso, si faceva riferimento a campagne lanciate in relazione a prodotti finiti, mentre nella seconda categoria rientravano tutti i progetti che, contestualmente al finanziamento, prevedevano la possibilità per i *crowdfunders* di intervenire attivamente nel processo di ideazione del progetto medesimo. Un esempio di tale distinzione è riscontrabile nell'industria discografica: nel primo caso si tratta di progetti di finanziamento per album già registrati, nel secondo caso autori cd. indipendenti (non contrattualmente legati a etichette discografiche), decidono di confrontarsi con la folla per ottenere il loro diretto sostegno, non solo di natura economica, ma anche di natura artistica.²⁵

Successivamente, alcuni hanno introdotto una classificazione basata, invece, sul modello di ricompensa²⁶. In particolare, sono state identificate tre categorie: investimenti attivi, investimenti passivi e donazioni. Gli

²⁴ KAPPEL T., *Ex Ante Crowdfunding and the Recording Industry: A Model for the U.S.*, 29 Loy. L.A. Ent. L. Rev. 375, 2009.

²⁵ In FRANKLIN B., ELDRIDGE S., *The Routledge Companion to Digital Journalism Studies*, Routledge, 2016, gli autori analizzano più in dettaglio l'applicazione del *ex ante crowdfunding* con particolare riferimento al mercato editoriale.

²⁶ Cfr. LAMBERT T., SCHWIENBACHER A., *An Empirical Analysis of Crowdfunding*, Louvain School of Management, Working Paper Series, 2010.

investimenti attivi comprendono tutte quelle campagne di *crowdfunding* ove il *crowdfunder* svolge un ruolo attivo che non si limita alla contribuzione economica, infatti interviene nel processo di produzione ed ideazione del prodotto/servizio con l'apporto delle proprie competenze. Al contrario, ogni qual volta la campagna di *crowdfunding* sottende delle promesse di ricompensa a fronte dell'investimento, in assenza di qualsiasi altro contributo di diversa natura da parte del singolo consumatore/finanziatore nel processo di sviluppo dell'iniziativa, si parla di investimenti passivi. Infine, nel segmento delle donazioni, le iniziative di *crowdfunding*, piuttosto che offrire ricompense di natura economica (e non solo), sono finalizzate alla raccolta di fondi da destinare in beneficenza o in ogni caso progetti aventi un valore sociale/culturale per l'utente *crowdfunder*. Gli imprenditori che ricorrono a una campagna di *crowdfunding* di natura passiva non sono interessati a trasformare i membri della folla in utenti attivi (cd. *pro-sumers*), bensì esclusivamente a raccogliere finanziamenti.²⁷

Un'ulteriore classificazione è fornita sulla base della considerazione che

²⁷ Per un approfondimento sulla nozione di *prosumer*, si rimanda a BROWN, I, MARSDEN, C., *Regulating Code: Towards Prosumer Law?*, 2013. Disponibile su SSRN all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=2224263>.

il capitale può essere raccolto sotto forma di donazioni, sponsorizzazioni, preordini o pre vendite.²⁸ Questa classificazione analizza le diverse campagne di *crowdfunding* tenendo conto, da un lato, della ricompensa offerta, dall'altro, del grado di complessità dell'operazione. In particolare si identificano cinque tipologie di *crowdfunding* in relazione alla tipologia di ricompensa offerta: *crowd donations*, *crowd sponsoring*, *crowd pre-selling*, *crowd lending*, *crowd equity*. Con *crowd donations* si indicano le donazioni e ogni altro contributo di natura altruistica richiesto ai *crowdfunders* a fronte di un beneficio morale. Per *crowd sponsoring* si fa riferimento a un accordo tra il soggetto proponente la campagna e uno *sponsor*, in forza del quale, a fronte del finanziamento del progetto, il proponente si impegna a concedere attività di comunicazione, PR o di marketing; nelle campagne di *crowd pre-selling*, il proponente invita i *crowdfunders* a sponsorizzare la sua idea, a fronte della prevendita del prodotto oggetto della campagna a un prezzo solitamente inferiore rispetto a quello pianificato per il lancio sul mercato; *lending crowdfunding* è invece una forma di microcredito attuata *online* ove il contributo del *crowdfunder* assume la forma di prestito la cui remunerazione

²⁸ HEMER J., *A snapshot on crowdfunding*, Working paper firms and region R2/2011, 2011

è costituita dal rimborso della somma investita maggiorata degli interessi

Alla luce di quest'ultima classificazione, sia la formula *pre-selling* che del *lending* possono essere ricondotte nel novero degli investimenti passivi.

Infine, il lancio di una campagna finalizzata alla raccolta del capitale sociale di una società (principalmente *start-up* o anche piccola e media impresa), viene definita *crowd equity* o *equity crowdfunding*. Il finanziatore in tal caso si qualifica quale socio in quanto acquista titoli di partecipazione al capitale caratterizzate sia da diritti patrimoniali che amministrativi.

È possibile qualificare sotto un ulteriore profilo, le campagne di *crowdfunding* prendendo in considerazione un diverso aspetto, ossia il modello di offerta adottato. Il modello *threshold* prevede che la somma *target* prestabilita debba essere raggiunta entro un periodo di tempo prefissato, prima che venga effettuata alcuna transazione finanziaria. Se l'obiettivo non viene raggiunto, il finanziamento si considera non realizzato, le transazioni non avvengono e il denaro resta sul conto dei *crowdfunders* o viene loro restituito. In alcuni casi è anche previsto che le somme già versate vengano trasferite in un altro conto gestito dalla piattaforma, per essere poi nuovamente impiegate in un'altra campagna.

In un altro modello, denominato *flexible funding*, è previsto che gli investimenti ottenuti rimangano alla società emittente a prescindere dall'importo raccolto e/o dal raggiungimento del target prestabilito entro la scadenza prefissata. Infine, nel modello *all and more* ("tutto o di più"), se l'obiettivo finale non viene raggiunto, ma viene raggiunto o superato il *target* "interno", il progetto è esentato dal pagamento di parte delle tariffe da corrispondere alla piattaforma. Questo modello è frequentemente utilizzato per finanziare i progetti di natura creativa.

Le diverse classificazioni finora analizzate, tra loro sovrapponibili, hanno portato all'individuazione collettivamente riconosciuta di quattro categorie di modelli di *crowdfunding*:²⁹

²⁹ La categorizzazione, tuttavia, non è esaustiva e nemmeno unanimemente condivisa tra i vari autori - giuristi ed aziendalisti - che hanno esercitato già con una certa intensità i loro sforzi qualificatori. Nella letteratura giuridica straniera si segnalano: KAPPEL T., *Ex ante crowdfunding and the recording industry: a model for the U.S.?*, in *Loy. L.A. Entertainment L. Rev.*, 2009, Vol. 29, No. 3, pag. 375 ss., ove è trattata l'allora incipiente applicazione del *crowdfunding* all'industria discografica, sia nella sua versione disinteressata (*patronage ex ante crowdfunding*), sia nella variante che prevede altresì la partecipazione ai profitti derivanti dalle vendite degli album (*patronage-plus ex ante crowdfunding*); BURKETT E., *A crowdfunding exemption? Online investment crowd-funding and U.S. securities regulation*, in *Transactions Tenn. J. Bus. L.*, 2011, Vol. 13, No. 1, pag. 66 SS., 71 SS.; SCHWARZ A.A., *Crowdfunding securities*, in *Notre Dame L. Rev.*, 2012, Vol. 88, No. 3, pag. 1459 s.; HEMINWAY J.M., HOFFMAN S.R., *Proceed at your peril: crowdfunding and the Securities Act of 1933*, in *Tenn. L. Rev.*, 2011, Vol. 78, No. 4, pag. 881; BRADFORD C.S., *Crowdfunding and the federal securities laws*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2012, Vol. 2012, No. 1, pag. 10 ss., il quale si segnala per la sua analiticità. Mentre in Italia, v. BOLLETTINARI A., (nt. 2), pag. 17 ss.; FREGONARA E., *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Milano, 2013, pag. 92 ss.; PINTO

- *Donation-based*
- *Reward-based*
- *Lending-based*

M., *L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal "Decreto Crescita"*, in *Soc.*, 2013, pag. 819; MANZI V., *Il fenomeno del crowdfunding e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di F. Capriglione, Milano, 2013, pag. 394; ALVISI P., *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, n. 3, pag. 2 s., leggibile sul sito <http://www.dirittobancario.it>. Tra gli economisti e gli aziendalisti, cfr. RUBINTON B.J., *Crowdfunding: disintermediated investment banking*, working paper, 2011, pag. 2 s. (reperibile sul sito <http://mpa.ub.uni-muenchen.de>); SCHWIENBACHER A., LARRALDE B., (nt. 4), pag. 370 s.; MOLLICK E., *The dynamics of crowdfunding: an exploratory study*, *J. Bus. Venturing*, 2014, pag. 3 s. (del file scaricato dalla banca dati Elsevier).

Alle distinzioni prospettate e di seguito discusse nel testo se ne può aggiungere un'altra legata al fattore temporale, ossia quella tra *ex ante* ed *ex post crowdfunding* (su cui v. KAPPEL T., *op. loc. ult. cit.*), in cui la raccolta dei fondi avviene, rispettivamente, prima o dopo che il prodotto o servizio da finanziare sia stato realizzato, o comunque pronto per essere erogato. Il secondo caso riveste minore interesse ai fini della presente disamina, in quanto il contributo versato può variamente essere inquadrato come elemento (corrispettivo, acconto...) di un rapporto sinallagmatico, la cui unica particolarità è quella di essere instaurato attraverso *internet*; ove sia applicabile il diritto italiano, la principale conseguenza di ciò sarà l'attrazione di tale rapporto nell'alveo delle regole poste dal Codice del Consumo (artt. 50 ss. d.lgs. 206/2005) e dal d.lgs. 70/2003, attuati-vo della direttiva 2000/31/CE relativa a taluni aspetti giuridici dei servizi della società dell'informazione nel mercato interno, con particolare riferimento al commercio elettronico. Quanto appena detto, infine, vale anche per la variante del *reward-based crowdfunding* che assume le forme sostanziali di una prevendita, su cui v. *infra*, nel testo.

Per completezza, si riporta che la IOSCO e l'ESMA all'interno di propri documenti ufficiali sull'argomento riconducono a due grandi macro-aree (*financial* e *non-financial*, o *community crowd-funding* e *financial return crowd-funding*) le varie forme di *crowdfunding* indicate, in funzione della presenza o dell'assenza di una remunerazione finanziaria per il contribuente: v. IOSCO, *Crowd-funding: an infant industry growing fast*, 2014, pag. 9, disponibile all'indirizzo <http://www.iosco.org>; ESMA, *Position paper on crowdfunding*, 2014, punto 11, disponibile all'indirizzo <http://www.esma.europa.eu>.

- *Equity-based*

I modelli sopra evidenziati rappresentano una tipizzazione che ha lo scopo di identificare il progetto rispetto al meccanismo di ricompense previste dall'ideatore e di distinguere la tipologia di piattaforma. Si tratta di una distinzione che non solo consente di valutare gli elementi caratterizzanti delle piattaforme, ma anche di individuare, con riferimento a progetti aventi finalità tra loro eterogenee, il diverso impatto che queste provocano sul complesso universo delle aspettative e dei benefici dei diversi attori che intervengono a vario titolo nel processo di compimento della campagna di *crowdfunding* traggono. Nella realtà, dal lato dell'offerta, si riscontrano molto spesso modelli ibridi, ossia piattaforme che adottano contemporaneamente più modelli di *crowdfunding*. Le piattaforme ibride offrono certamente il vantaggio di riuscire ad attrarre più utenti potenzialmente interessati, usando il contributo di coloro che sono particolarmente legati al progetto a livello emotivo e che probabilmente preferiranno donare senza ottenere nulla in cambio, a quello di coloro che, non essendo coinvolti emotivamente dal progetto, sono spinti a donare dalla previsione di un premio.³⁰

³⁰ Per una panoramica delle piattaforme attualmente attive, si rimanda a MAGRINI D., *Equity Crowdfunding Platforms In United Kingdom In 2017 - A Handbook of 23 Top Equity*

4.1. *Il modello Donation-Based*

Nel modello *donation-based* le iniziative tendenzialmente proposte e oggetto di *crowdfunding* fanno riferimento soprattutto al settore terziario, associazioni, organizzazioni no-profit, enti a scopo sociale e organizzazioni non governative, che si rivolgono alla folla affinché questa aderisca e contribuisca ad una campagna di natura sociale, culturale, religiosa o etica. Il *crowdfunder*, in questo caso è spinto sostanzialmente da uno spirito altruista in quanto non riceve alcun vantaggio di natura economica come corrispettivo del finanziamento alla causa. Il modello *donation-based* è con tutta probabilità il primo essersi sviluppato in ordine cronologico, le prime campagne di *crowdfunding* difatti, erano per lo più incentrate su temi culturali e a sfondo sociale. Si noti che Lo scopo caritatevole e filantropico deve essere ricondotto esclusivamente al beneficio del donatore e non anche alle modalità di funzionamento della piattaforma o allo scopo perseguito dal proponente. In sintesi, sono ricompresi nella categoria *donation*, tutti quei progetti che non prevedono un ritorno economico per il donatore. Di conseguenza, non è rilevante che la piattaforma operi attraverso il trattenimento di contributi per

Crowdfunding Platforms In United Kingdom In 2017, Lulu Press Inc., 2017.

L'intermediazione o meno, così come non è rilevante che il progetto finanziato sottenda uno scopo no-profit. Tuttavia, le piattaforme *donation-based* cd. pure sono rare in termini numerici. GlobalGiving³¹ è un esempio di piattaforma *donation-based* pura, essendo principalmente orientata alla raccolta a favore di organizzazioni no-profit. La GlobalGiving Foundation, che gestisce la piattaforma, percepisce una commissione del 15% e garantisce che il resto della donazione raggiungerà il progetto entro sei giorni.³²

Anche la piattaforma Iodono³³, nata nel 2009, ospita solo progetti no-profit; la piattaforma Let's donation³⁴ accoglie sia progetti no-profit sia progetti profit. Tuttavia, mentre Iodono non prevede la corresponsione di una sorta di *success fee* per la conclusione positiva della campagna, Let's donation prevede altri tipi di commissioni. Nel panorama italiano, al momento, non è dato riscontrare piattaforme *donation-based* pure, in quanto il modello di raccolta prescinde dal modello di business che contraddistingue la piattaforma, che può essere variamente articolato.

³¹ Si veda www.globalgiving.org.

³² Si vedano le Terms and Conditions di GlobalGiving all'indirizzo: <https://www.globalgiving.org/aboutus/terms/>.

³³ Si rimanda al sito www.iodono.com

³⁴ Si rimanda al sito www.letsdonation.com

4.2. *Il modello Reward-Based*

Il modello *Reward-Based* è quello al momento maggiormente diffuso. In particolare, è stato evidenziato che circa il 70% delle piattaforme mondiali sono di tipo *reward*³⁵. La formula del *reward crowdfunding* è largamente utilizzata grazie alla sua capacità di remunerare, seppure simbolicamente, i *crowdfunders* senza disperdere risorse utili al progetto. Le ricompense non sono mai rappresentate da contributi economici e solitamente hanno un valore economico inferiore rispetto al contributo del *crowdfunder*. Ciononostante suscitano nella folla un interesse notevole in ragione del valore 'morale' attribuito alla partecipazione. È il caso di piccoli gesti di ringraziamento quali e-mail, citazioni personali e biglietti VIP per l'accesso a un determinato evento. Il valore delle ricompense è spesso graduato in relazione all'importo donato sebbene la scelta dalla modalità e dei criteri di corresponsione spetta unicamente al promotore. L'evoluzione del modello *reward-based* ha agevolato la crescita del *pre-selling* attraverso il quale è possibile presentare al mercato prodotti o servizi, ancora non finalizzati, per la realizzazione dei quali si è avviata la campagna *crowdfunding*. I

³⁵ Si veda ICF 2015 *Massolution Report*, disponibile all'indirizzo: <http://research.crowdsourcing.org/2015cf-crowdfunding-industry-report>

crowdfunders ottengono così il diritto a ricevere il prodotto/servizio prima del lancio ufficiale sul mercato, ad un prezzo spesso scontato. Il *pre-selling* rappresenta una possibilità concreta per innovatori e piccole imprese di lanciare con successo un nuovo prodotto, testandolo in via anticipata con il consenso della folla. Si noti, infine, che i modelli del *pre-selling* e del *reward* “puro” sono spesso complementari tra loro e non alternativi.³⁶

4.3. Il modello Lending-Based

Il *lending crowdfunding* è un modello attraverso il quale si realizza un prestito tra privati, senza dunque il ricorso ad intermediari finanziari iscritti nell’elenco di cui all’art. 106 del Decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 (*Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, di seguito anche “TUB”). Le piattaforme di tipo *lending* hanno lo scopo di mettere in contatto coloro che hanno necessità ricevere denaro in prestito con coloro che sarebbero potenzialmente intenzionati a prestarlo, ottenendo un tasso di

³⁶ È il caso del progetto *Hydro Jacket* (<https://www.kickstarter.com/projects/202203352/the-100-cotton-hydro-jacket-naturally-water-resist>) la campagna lanciata su Kickstarter nel 2014 per la produzione di una giacca al 100% di cotone organico, idrorepellente e *windproof*, interamente realizzata in Italia. I promotori hanno definito ben dodici livelli di ricompense, da una donazione minima di 5\$ con invio di etichetta personalizzata di ringraziamento, ad una donazione oltre i 4200\$ con visita presso lo stabilimento di produzione, tour culturale e la possibilità di scegliere cinque modelli di Hydro Jacket.

remunerazione vario ed eventuale, a seconda delle modalità definite dalle piattaforme. Il *lending* ha dato vita a due sotto-modelli, a seconda del legame esistente tra il prestito e il progetto che si intende realizzare.

Esiste infatti il *social-lending*, che consiste nella fornitura di servizi finanziari a soggetti privati con profilo reddituale non particolarmente elevati e che necessitano di risorse finanziarie per la realizzazione di progetti imprenditoriali, solitamente ad impatto locale. In questo caso il processo di erogazione del credito si svolge coinvolgendo un intermediario, definito *field partner*, ossia un'istituzione finanziaria locale che seleziona i progetti che verranno lanciati sulla piattaforma e ne segue interamente lo sviluppo dal punto di vista finanziario, trattenendo e gestendo le somme ricevute nell'interesse del beneficiario finale.

Vi è poi il *peer-to-peer lending*, che si basa sulla creazione di comunità nell'ambito delle quali finanziatori e i finanziati interagiscono direttamente attraverso la piattaforma. L'incontro diretto tra chi necessita di denaro e coloro che intendono investire i propri risparmi tramite piccoli finanziamenti facilita il raggiungimento di tassi di prestito e di impiego favorevoli per entrambi i soggetti. La prima piattaforma di questo tipo è nata in Gran

Bretagna, ma ben presto, il modello è stato replicato ovunque nel mondo e, riscontrando un notevole successo (con rispetto degli obblighi di natura regolamentare e normativa di ogni singolo Paese). Il modello *lending* si presta inoltre anche alla nascita di piattaforme specializzate rispetto alla tipologia di prestito, un esempio interessante è Crowdmortgage, focalizzato sui mutui per l'acquisto di immobili, e chiuso di recente.³⁷

La logica del prestito tra privati, nei paesi ove la regolamentazione lo consente, è stata traslata anche alle organizzazioni economiche. È il caso di FundingCircle³⁸, piattaforma britannica di tipo *lending* che permette alle PMI inglesi di connettersi con piccoli risparmiatori per ottenere prestiti finalizzati allo sviluppo dell'attività d'impresa, evitando la lungaggine operativa e burocratica del sistema bancario tradizionale. In tal modo le imprese abbattano il costo del capitale preso a prestito, acquisiscono maggiore flessibilità della struttura finanziaria e distribuiscono il rischio sulla folla, potendo così garantire sufficienti tassi d'impiego senza sottostare al rischio di credito del mercato.

³⁷ Si veda: <http://fantasyequitycrowdfunding.blogspot.it/2016/09/another-crowdcube-success-closes-down.html>.

³⁸ Si rimanda al sito <https://www.fundingcircle.com/>

Un altro esempio di *peer-to-peer lending* è MarketInvoice, piattaforma britannica che consente una sorta di *crowd-factoring*: si consente alle imprese di caricare le proprie fatture ancora insolute che, dopo essere state verificate e controllate dalla piattaforma, possono essere 'acquistate' dagli utenti. Più nel dettaglio, il credito sottostante le fatture può essere suddiviso tra diversi utenti ognuno dei quali può acquistare una parte di quel credito.³⁹

4.4. Il modello Equity-Based

Il modello di *equity crowdfunding* rappresenta sicuramente la più recente evoluzione del fenomeno del *crowdfunding*, nonché quella maggiormente discussa, in quanto converte il finanziamento offerto dalla folla a modalità di acquisto di quote di capitale sociale. Attraverso le piattaforme di *equity crowdfunding*, progetti ad alto valore innovativo e contraddistinti da buone capacità di crescita e sopravvivenza sul mercato, possono accedere ad un mercato parallelo per la raccolta di capitale di rischio. La peculiarità dell'*equity crowdfunding* rispetto alle tradizionali modalità di investimento in capitali di imprese è rappresentata dalla possibilità che il capitale iniziale venga fornito da un ampio ventaglio di investitori che, spesso, sono o saranno

³⁹ Si rimanda al sito <https://www.marketinvoice.com/>

clienti della stessa impresa che stanno finanziando.

Si tratta del modello di *crowdfunding* maggiormente strutturato, soprattutto con riferimento alle relazioni intercorrenti tra le parti interessate. Queste, infatti, non si configurano più come semplici prenditori e sostenitori che liberamente scelgono di ricorrere al finanziamento della folla, ma si assiste alla qualificazione di soggetti privati come investitori, seppur non professionali. Indubbia, quindi, è stata la necessità regolare compiutamente il fenomeno con apposite normative, che in Italia non sono tardate ad arrivare. Il nostro Paese è stato tra i primi paesi a livello globale ad introdurre una regolamentazione dell'*equity crowdfunding*.

La disciplina relativa alle campagne di *equity crowdfunding* è delimitata dalle norme del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ("TUF")⁴⁰ e del Regolamento CONSOB (Delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 – "Adozione del

⁴⁰ BUONOCORE V., *Premessa*, in BUONOCORE V. (a cura di), *La riforma del diritto societario. Commento ai D.lgs. n. 5-6 del 17 gennaio 2003*, Torino, 2003, 2; cfr. pure PORTALE G.B., *Riforma delle società di capitali e limiti di effettività del diritto nazionale*, in *Società*, 2003, 261; PRESTI G., *Riforma della S.p.A. e scalini normativi*, in *Società*, 2003, 323; MONTALENTI P., *Osservazioni alla bozza di decreto legislativo sulla riforma delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2002, 1542. E ancora la *Memoria per le Commissioni Riunite Giustizia e Finanze della Camera dei Deputati*, presentata dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Roma, 28 novembre 2002, in *Riv. soc.*, 2002, 1552; nonché l'*Audizione dell'Associazione Italiana fra le Società per Azioni presso le Commissioni riunite Giustizia e Finanze della Camera dei Deputati*, Roma, 7 novembre 2002, in *Riv. soc.*, 2002, 1592.

“Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *online*” ai sensi dell'articolo 50-quinquies e dell'articolo 100-ter del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni).

L'*equity based crowdfunding* è, tuttavia, il modello che presenta maggiori complessità. Esso comporta, per tutti i soggetti coinvolti⁴¹, il maggior numero di criticità e di problemi sia dal punto di vista organizzativo che sotto quello amministrativo. Questi derivano dalla circostanza per la quale il finanziatore otterrà la titolarità di una quota, con conseguente diritto di voto e accesso ai dividendi generati dai *business*, in cambio di contributi monetari⁴².

Alcuni finanziatori sono principalmente interessati ad investire in progetti dei quali condividono i valori, che vedano il loro coinvolgimento diretto, o atti a creare posti di lavoro nella loro comunità. Altri hanno una reale conoscenza di ciò che è il mercato in cui il progetto si inserisce o possiedono competenze specifiche per il successo dell'idea. Questa pratica è

⁴¹ DANMAYR F., *Archetypes of Crowdfunding Platforms. A Multidimensional Comparison*, 2013

⁴² AGRAWAL A., CATALINI C., GOLDFARB A., *Some Simple Economics of Crowdfunding*. Working Paper No. 19133, 2013

molto simile e vicina ai *business angels*⁴³.

All'interno dell'*equity based crowdfunding* è possibile individuare due modelli che tra tutti si sono sviluppati maggiormente degli ultimi anni: il *modello veicolo* e il *modello club*.⁴⁴

Nel *modello club*, le piattaforme di *equity-based crowdfunding* selezionano potenziali investitori tra i membri di un *club* di investimento chiuso, in modo tale che l'offerta non venga destinata direttamente al pubblico. Questo modello è stato adottato dalla piattaforma britannica Crowdcube: l'investitore preliminarmente diventa socio della società Crowdcube Ventures Limited, senza diritto di voto e con l'obbligo di versare un contributo pari ad un *pence* in caso di liquidazione. Divenuto socio, l'investitore può scegliere quale investimento effettuare tra quelli pubblicati sulla piattaforma e il suo denaro non verrà versato alla società *target* fino a quando non sarà sottoscritto l'intero ammontare della raccolta; raggiunto tale obiettivo e predisposta tutta la documentazione legale e societaria da parte

⁴³ PIATTELLI U., *Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Giappichelli Editore, Torino, 2013.

⁴⁴ CASTRATARO D., WRIGHT T., BAHR I., FRINOLLI C., *Crowdfuture – The future of Crowdfunding*, 2013.

di Crowdcube, ogni socio riceverà il certificato azionario rappresentativo dell'investimento e il suo denaro sarà trasferito alla società *target*.⁴⁵

Il *modello veicolo* è stato invece adottato dalla piattaforma israeliana OurCrowd, che nell'aprile del 2014 ha registrato il record di raccolta di *equity* con un ammontare totale pari a 25 milioni di dollari. Per ogni società da finanziare viene costituito un apposito veicolo societario, gestito direttamente da OurCrowd, la cui costituzione mira all'attribuzione di specifici diritti di prelazione e all'eliminazione del cd. effetto diluizione⁴⁶. Gli investitori interessati acquisiscono una partecipazione in questa società veicolo e non direttamente nella società destinataria del *funding*. OurCrowd⁴⁷ cura dapprima l'operazione di raccolta del capitale di rischio e poi la gestione del progetto imprenditoriale, assicurandosi una presenza anche nel *board* della società *target*. È proprio questa capacità di generare valore, oltre a quella di apportare capitale, che rappresenta uno dei maggiori punti di forza

⁴⁵ Si rimanda al sito <https://www.crowdcube.com/>.

⁴⁶ La diluizione è la variazione in diminuzione dell'utile per azione che si realizza in relazione ad operazioni ordinarie o straordinarie relative al capitale sociale quali l'aumento dello stesso, l'esercizio delle opzioni o la conversione di titoli azionari, obbligazionari e warrant. Con riferimento all'aumento di capitale sociale, l'emissione di nuove azioni a parità di utile comporterà che lo stesso andrà ripartito su un numero maggiore di detentori, gli utili per azionista verranno quindi ad essere diluiti.

⁴⁷ Si rimanda al sito www.ourcrowd.com.

della piattaforma israeliana⁴⁸.

Nell'ambito dell'*equity-crowdfunding* si è riscontrata la nascita di un ulteriore modello di ricompensa, definito come *royalty* o *revenue-sharing model*, nel quale la remunerazione per l'utente è rappresentata dalla partecipazione agli utili, o più genericamente ai profitti, derivanti dall'attività finanziata. Si tratta di una fattispecie autonoma che, a differenza del modello *equity*, trova già un effettivo riscontro normativo che ne chiarisce termini e portata. Nell'ordinamento giuridico italiano il *revenue sharing* può essere facilmente ricondotto al contratto di associazione in partecipazione di cui agli articoli 2549-2554 del Codice Civile, grazie al quale, a fronte di un determinato apporto, che in tal caso è esclusivamente finanziario, l'associato acquista il diritto di partecipazione all'utile generato dall'impresa o dall'affare finanziato. Va evidenziato che il Jobs Act, tramite l'art. 53 del D.Lgs. 81/2015, entrato in vigore il 25 marzo 2015, ha abrogato l'associazione

⁴⁸ La piattaforma israeliana OurCrowd ha sancito il successo del modello grazie alla campagna di ReWalk27, esoscheletro per i paraplegici progettato dall'Ingegnere Amit Goffer. Il lancio della campagna nel 2012 ha consentito la raccolta, in due step di *equity crowdfunding*, di 3,3 milioni di dollari. ReWalk è la prima *start-up* venuta ad esistenza grazie alla pratica del *crowdfunding* che ad Ottobre del 2014 ha portato a termine con successo un'offerta pubblica (IPO), quotandosi al NASDAQ con un'offerta di 3,45 milioni di azioni per la raccolta di 36 milioni di dollari. AltFi (<http://www.altfi.com/news/461>) ha quantificato l'*exit value* dei *crowdfunders* in 5,5 volte il valore del loro investimento iniziale in soli diciotto mesi

in partecipazione con riferimento al solo apporto di lavoro; rimane in vita, invece, l'associazione in partecipazione fra imprese (o liberi professionisti) ma solo per apporto di capitale.

5. I soggetti del *crowdfunding*

Da quanto finora descritto, il fenomeno del *crowdfunding* appare essere effettivamente uno strumento alternativo di raccolta dei capitali nel caso in cui si viene a creare una fattiva cooperazione tra i soggetti del fenomeno medesimo. Le diverse fasi del processo di raccolta implicano la costruzione di rapporti bidirezionali tra gli imprenditori, i quali, puntando alla raccolta di capitali, operano in qualità di promotori del progetto e di emittenti la richiesta di finanziamento, e gli investitori/consumatori, che sono disposti ad investire liquidità nel progetto, che chiaramente operano in qualità di destinatari della richiesta. Il mezzo di comunicazione della richiesta è rappresentato dalle piattaforme, ossia il luogo virtuale d'incontro tra la domanda di risorse finanziarie e l'offerta segmentata delle stesse.

Sul punto, è stato chiarito, ponendo l'enfasi sul rapporto cooperativo dei soggetti, che il *crowdfunding* dovrebbe essere ulteriormente indagato quale processo informativo-interattivo, grazie al quale il promotore sarà in grado di ottenere i fondi richiesti solo se si realizza un collegamento tra le tre

controparti del rapporto, (reso efficace dalla capacità comunicativa della campagna di generare feedback in termini di apporti monetari al progetto⁴⁹).

I soggetti coinvolti nel *crowdfunding* sono dunque:

Il soggetto proponente

Il soggetto proponente, identificato anche con *creator* oppure con *project-owner*, è colui che, avuto riguardo alla scarsità di risorse per la realizzazione di un determinato progetto, coglie l'opportunità offerta dal *crowdfunding* lanciando una campagna finalizzata alla raccolta di risorse finanziarie per dar vita al progetto medesimo⁵⁰. La categoria dei proponenti può essere particolarmente eterogenea; possono essere soggetti privati, organizzazioni, società già costituite o in fase di costituzione. Inoltre, la paternità del progetto può essere attribuita ad un soggetto unico o ad uno specifico *team*. Non esiste dunque una categoria definita di proponenti, se non con riferimento al modello di *crowdfunding* prescelto. Come già visto, infatti, nel modello

⁴⁹ Cfr. VALANCIENE, L.; JELEVICIUTE S., *Valuation of crowdfunding: benefits and drawbacks*, Economics and Management: 2013. 18 (1), 2013

⁵⁰ Per un'analisi approfondita del fenomeno sotto l'aspetto delle scelte dell'imprenditore in relazione al valore industriale dei propri prodotti e servizi e dell'impatto in tema di campagne *crowdfunding*, si rimanda a DE LEON I., DONOSO J., *Innovation, Startups and Intellectual Property Management: Strategies and Evidence from Latin America and other Regions*, Springer International Publishing, 2017.

donation-based i proponenti sono principalmente organizzazioni senza scopi di lucro; nel modello *reward-based*, che per sua natura si rivolge principalmente a progetti relativi al lancio di prodotti e servizi, soprattutto innovativi, i proponenti spesso sono *team* di giovani. Nel modello *lending* i proponenti sono invece persone fisiche che, attraverso il prestito tra privati intendono realizzare progetti di micro-sviluppo economico e sociale. Infine, con riferimento all'*equity*, il soggetto proponente si identifica in una persona giuridica (una società tra quelle previste dal decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179 recante "*Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*", convertito con modificazioni dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221 e dal decreto legge 24 gennaio 2015, n. 3 recante "*Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti*" convertito con modificazioni dalla legge 24 marzo 2015, n. 33) le cui caratteristiche saranno approfondite *infra*.

Le piattaforme

Le piattaforme sono i soggetti che rivestono il ruolo di intermediari nell'ambito del fenomeno del *crowdfunding*; rappresentano il luogo virtuale ove i proponenti possono accedere alle risorse offerte dalla folla.

Per avviare una campagna di *crowdfunding*, il proponente è tenuto ad effettuare una registrazione sul sito *web* della piattaforma, accedere alla

sezione per la pubblicazione dei progetti, definire le caratteristiche del proprio progetto, le finalità che s'intendono raggiungere, il sistema delle ricompense (ove previste) e il *budget* necessario a realizzare il progetto. La descrizione del progetto può avere diverse forme; possono essere caricati contenuti multimediali quali video di presentazione del progetto o *pitch*. La piattaforma consente, da un lato al proponente di rendere visibile e pubblico il progetto, dall'altro agli utenti permette di visionare i progetti pubblicati ed eventualmente, attraverso un sistema di pagamento *online*, decidere di sostenere economicamente quelli che ritengono meritevoli. I modelli di *business* delle piattaforme possono essere diversi e variamente articolati, per cui il processo di pubblicazione potrà prevedere o meno una valutazione di fattibilità dello stesso ad opera della piattaforma.

Il ruolo di intermediazione comunicativa non deve essere posto in secondo piano rispetto al ruolo di intermediazione del contributo economico eventualmente versato dal *crowdfunder*. Infatti, le piattaforme spesso mettono a disposizione di ogni progetto una pagina dedicata, all'interno della quale si realizza un costante flusso informativo da e verso gli utenti. Il proponente ha la possibilità di dialogare con i suoi sostenitori in maniera continuativa, pubblicando periodicamente informazioni, aggiornamenti e modifiche,

anche sulla base di spunti commerciali e progettuali forniti dagli stessi *crowdfunders*.

Di minor rilevanza è la funzione di gestione dei fondi da parte della piattaforma che tendenzialmente si avvale di sistemi di pagamento *online* di terze parti certificati e largamente diffusi per consentire il trasferimento diretto delle somme di denaro dal sostenitore al proponente, non intervenendo mai quale gestore diretto delle risorse finanziarie.

I crowdfunders, i consumatori

Il valore aggiunto del *crowdfunding* risiede, senza dubbio, nella folla cui i proponenti si rivolgono per accedere non solo a risorse di natura finanziaria, ma anche relazionale. I *crowdfunders* rappresentano coloro che, aggregandosi sulla piattaforma costituiscono il potenziale bacino di utenza, la *community online*, nell'ambito del quale avviene la raccolta fondi. In altre parole, *crowdfunders* sono dei consumatori legati (in maniera più o meno profonda) da interessi comuni a seconda del modello di *business* della piattaforma e dal suo grado di specializzazione. I *crowdfunders* sono, dunque, quei consumatori che potrebbero diventare investitori, registrati sulle piattaforme per diverse ragioni, e che vi partecipano principalmente grazie al passaparola dei proponenti e dei gestori della piattaforma.

La registrazione del consumatore alla piattaforma segue un processo analogo a quello della registrazione del proponente. Infatti il consumatore può liberamente accedere alle *community on line* create in seno alla piattaforma attraverso un numero di passaggi che portano alla registrazione. Una volta registrato, potrà esplorare i progetti pubblicati e le relative descrizioni e specifiche. Una volta deciso il progetto da finanziare, la transazione seguirà le modalità definite dalla piattaforma, sia rispetto al gestore di pagamento *online*, sia rispetto al trasferimento delle stesse al proponente.

La centralità della *community*, si noti, è un aspetto che non caratterizza solo il processo di *crowdfunding*, ma ha anche un risvolto all'attività svolta dalla piattaforma. Tramite i progetti pubblicati, le piattaforme incoraggiano indirettamente i proponenti ad incrementare il loro bacino d'utenza, permettendo così loro di stabilire un dialogo diretto con gli investitori ed aiutarli ad effettuare scelte consapevoli e quanto più ponderate rispetto al progetto. Questo contatto diretto aumenta in maniera esponenziale le possibilità di successo della campagna, quanto più il messaggio del proponente è chiaro ed efficace, tanto più permetterà l'identificazione della *community* nello spirito del proponente. D'altro canto l'incremento della

community ha chiaramente effetti positivi sul *business* dell'intermediario: il successo dei progetti sulla piattaforma richiama nuovi affiliati promotori, con conseguente sviluppo della piattaforma stessa.

Rispetto ai servizi finanziari classici, il *crowdfunding* presenta delle specificità per il finanziatore che vi partecipa. L'investitore modello ha caratteristiche ben definite, deve essere padrone delle nuove tecnologie ed essere consapevole dell'alto rischio dell'investimento.

Spesso, il finanziatore non possiede risorse rilevanti per finanziare un progetto per intero e soprattutto non ha le competenze che sono proprie invece dei *venture capitalists* o esperti di servizi finanziari. Egli si identifica con il progetto, si lega ad esso e ne diventa sostenitore prima di essere investitore. La massimizzazione del profitto non risulta essere per ora un obiettivo cardine del *crowdfunding*. Non necessariamente il rischio di fallimento si traduce in rischio di perdita del capitale, poiché il successo, di solito, non è per il finanziatore definito attraverso un ritorno finanziario⁵¹.

Sebbene si procederà più avanti ad una disamina dei profili di rischio e

⁵¹ Si rimanda sul punto all'analisi puntuale di DANMAYR F., *Archetypes of Crowdfunding Platforms: A Multidimensional Comparison*, Springer Science & Business Media, , 2013

di tutela per il consumatore/investitore, appare opportuno evidenziare in questa sede alcuni elementi per completezza di esposizione. L'investimento in *start-up* innovative – tipico dell'*equity-crowdfunding* - è caratterizzato da profili di rischio teoricamente più elevati rispetto agli investimenti in strumenti finanziari tradizionali.

La *start-up* infatti, data la sua natura, può essere definita come un'impresa che offre un'idea e un progetto per realizzarla e difficilmente presenta caratteristiche simili alle imprese mature o consolidate, le quali, almeno in linea teorica, hanno un profilo di rischio più basso. Di conseguenza, le decisioni di investimento non sempre avvengono in seguito ad una valutazione condotta sulla base di elementi economici razionali (le *start-up* non distribuiscono utili e tipicamente non possiedono garanzie da offrire), piuttosto sono spesso legate a valutazioni di tipo soggettivo basate sull'istinto e sulle emozioni percepite dall'investitore⁵². Proprio per questo motivo uno degli elementi distintivi delle offerte pubblicate sui portali *online* è la presenza di immagini, video e altri oggetti che hanno lo scopo di suscitare delle emozioni nel visitatore (che è potenziale investitore), e influire, dunque,

⁵² AGRAWAL A., CATALINI C., GOLDFARB A., *Some Simple Economics of Crowdfunding*. Working Paper No. 19133, 2013

sul processo decisionale di questo.

In sostanza l'approccio inevitabilmente emozionale con cui è valutato l'investimento e l'intrinseca rischiosità connessa all'attività di una società neo costituita sono alla base dei principali rischi dell'investimento in una *start-up*.

6. La diversità delle piattaforme

Le piattaforme di *crowdfunding* sono in continua e rapida crescita. Le ragioni di questa crescita sono individuabili, da un lato, nella situazione di congiuntura macro-economica caratterizzata da una scarsità diffusa di risorse finanziarie che comportato una crescita della domanda di forme alternative o complementari agli strumenti di finanziamento 'tradizionali', dall'altro, nella proliferazione di idee imprenditoriali innovative attraverso lo strumento delle *start-ups*. Questa forte crescita ha determinato, come anticipato, una forte caratterizzazione e specializzazione delle singole piattaforme, tutt'oggi in costante evoluzione per la continua ricerca di modelli di *business* in grado di coniugare gli interessi sempre diversi dei soggetti coinvolti.

Con riferimento alla tassonomia delle piattaforme, rispetto al modello

di *crowdfunding* adottato le piattaforme possono essere distinte in relazione alla scelta settoriale. A tal fine è possibile distinguere tra piattaforme generaliste e settoriali oppure tra piattaforme nazionali e locali.

Rientrano nella categoria delle piattaforme generaliste tutte quelle che accolgono progetti relativi a diversi settori dell'economia o a diverse aree tematiche. In tal caso il proponente potrà proporre il proprio progetto liberamente, cercando di attrarre nella *community* i *crowdfunders* che condividono l'interesse per quella tematica. Nel 2011 è nata Eppela⁵³, una piattaforma generalista che ospita progetti relativi a qualsiasi settore classificati in varie categorie, tra le quali l'utente può scorrere e scegliere il progetto in relazione ai propri interessi o semplicemente facendosi indirizzare dalla curiosità.

Le piattaforme settoriali si distinguono in quanto in esse sono pubblicati i progetti che si sviluppano in specifici settori d'interesse. Si tratta quindi di piattaforme "specializzate" rispetto ad un settore o ad un'area tematica. Ad esempio BookABook⁵⁴, nata nel 2014, è una piattaforma settoriale che si

⁵³ Si rimanda al sito www.eppela.it

⁵⁴ Il sito ufficiale è: www.bookabook.it

occupa di favorire, nel campo dell'editoria, la pubblicazione di scrittori indipendenti. In Italia vi sono vari esempi di piattaforme settoriali che spaziano dall'editoria all'agricoltura, passando per il sociale. Queste ultime offrono al proponente un *target* già specifico rispetto al proprio progetto, e probabilmente, maggiormente propenso a sostenere la causa.

Vale sul punto segnalare Land2Lend⁵⁵, la prima piattaforma di *crowdfarming* (ossia il *crowdfunding* applicato al mondo dell'agricoltura e del cibo) italiana. Land2Lend "*fa fruttare i terreni abbandonati*", ovvero dà la possibilità a chi desidera fare nascere un progetto agricolo o agroalimentare di mettersi in contatto con altre persone interessate al nuovo prodotto o alla sua coltivazione. In cambio di una donazione, il finanziatore riceve il prodotto o una parte di esso.

Le piattaforme possono inoltre essere distinte sulla base della loro vocazione territoriale, venendo così in rilievo le piattaforme nazionali e quelle locali. Nelle prime, la piattaforma non ha alcun legame o caratterizzazione territoriale e non mira alla valorizzazione della comunità locale, o comunque

⁵⁵ Si rimanda a un articolo di Corriere Innovazione: <http://corriereinnovazione.corriere.it/societa/2014/23-dicembre-2014/trovare-coltivatori-le-terre-incolte-grazie-una-piattaforma-web-230763469002.shtml>

non ne costituisce un pilastro. Produzioni dal basso, nata nel 2005⁵⁶, è un perfetto esempio di questa tipologia, essendo una delle prime piattaforme di *crowdfunding* nate in Italia che accoglie progetti provenienti da tutta la penisola e afferenti a qualsiasi settore.

Le piattaforme locali, invece, ospitano progetti che hanno un preciso impatto territoriale e che esplicano i propri effetti in relazione ad una specifica regione o area geografica. Tendenzialmente si tratta piattaforme tematiche, che coprono anche più di un settore con la finalità di indurre la comunità, attraverso l'economia partecipativa, a migliorare le condizioni del tessuto sociale ed economico attraverso la partecipazione agli eventi e alle attività che mirano alla riqualificazione della comunità stessa. Un esempio è rappresentato dalla piattaforma nata nel 2014 denominata DonoperNapoli nata nel 2014, che prevede che il progetto abbia uno scopo sociale e che debba essere realizzato nel territorio di Napoli e provincia. Il carattere locale di DonoperNapoli è stato conservato ed esteso in quanto ad oggi DonoperNapoli è diventata Meridonare, che promuove le migliori idee dell'intero mezzogiorno d'Italia e sostiene progetti sociali, culturali e civici.

⁵⁶ Si rimanda al sito <https://www.produzionidalbasso.com/>.

7. Il mercato del crowdfunding: alcuni numeri

Oggi è possibile affermare che il *crowdfunding* è, perlomeno con riferimento ai numeri, a tutti gli effetti uno strumento alternativo di finanziamento. Il fenomeno ha registrato una crescita esponenziale nell'ultimo quinquennio⁵⁷: nel 2015 le piattaforme sono aumentate, raggiungendo la cifra di 1.250 portali attivi nel mondo. Al proliferare delle piattaforme è seguita un'intensa attività di raccolta dei capitali che Massolution rileva in una raccolta a livello mondiale pari a 16,2 miliardi di dollari nel 2014, in aumento del 167% rispetto all'anno precedente (6,1 miliardi di dollari). Massolution stima, per l'anno 2015, un valore pari al doppio di quello registrato nel 2014, pari a circa 34,4 miliardi di dollari.

L'America del Nord si riafferma come il mercato più attivo a livello globale, con una raccolta di 9,46 miliardi di dollari, anche se il 2014 è stato segnato dalla fortissima crescita nel mercato asiatico dove il volume delle transazioni è aumentato del 320%, raggiungendo i 3,4 miliardi, contro i soli 33 milioni di dollari del 2012. L'Europa ha registrato un volume pari a solo 3,26 miliardi di dollari, quasi un terzo rispetto al Nord America.

⁵⁷ Massolution Crowdfunding 2015 Report.
http://reports.crowdsourcing.org/?route=product/product&product_id=54.

Le previsioni di Massolution⁵⁸ sostengono che il divario tra Asia ed Europa dovrebbe aumentare ancora, mentre l'attuale quota europea del 20,1% del volume globale diminuirà sino ad attestarsi al 18,8%. Tuttavia, vale notare che la distinzione geografica operata da Massolution è quantificata in relazione al volume di raccolta, piuttosto che in relazione alla provenienza geografica dei proponenti. Infatti, nei primi anni di sviluppo del fenomeno del *crowdfunding* si è registrata una forte migrazione di progetti italiani di successo su piattaforme estere, principalmente statunitensi, quali Indiegogo o Kickstarter. Ne deriva che, probabilmente, riclassificando i progetti per nazionalità del proponente si giungerebbe ad una quantificazione culturale del fenomeno. Dunque, il *record* registrato dall'America del Nord di mercato maggiormente attivo è probabilmente dovuto alla delusione dei proponenti europei, che non riscontrando lo sperato successo in Europa, hanno deciso di spostare la raccolta di fondi per i propri progetti verso piattaforme estere.

Con riferimento ai diversi modelli di raccolta, il grafico di seguito evidenzia il numero di piattaforme di *crowdfunding* censite a livello mondiale

⁵⁸ Massolution Crowdfunding 2015 Report.
http://reports.crowdsourcing.org/?route=product/product&product_id=54.

da Massolution a fine 2014, in funzione del modello di raccolta utilizzato.

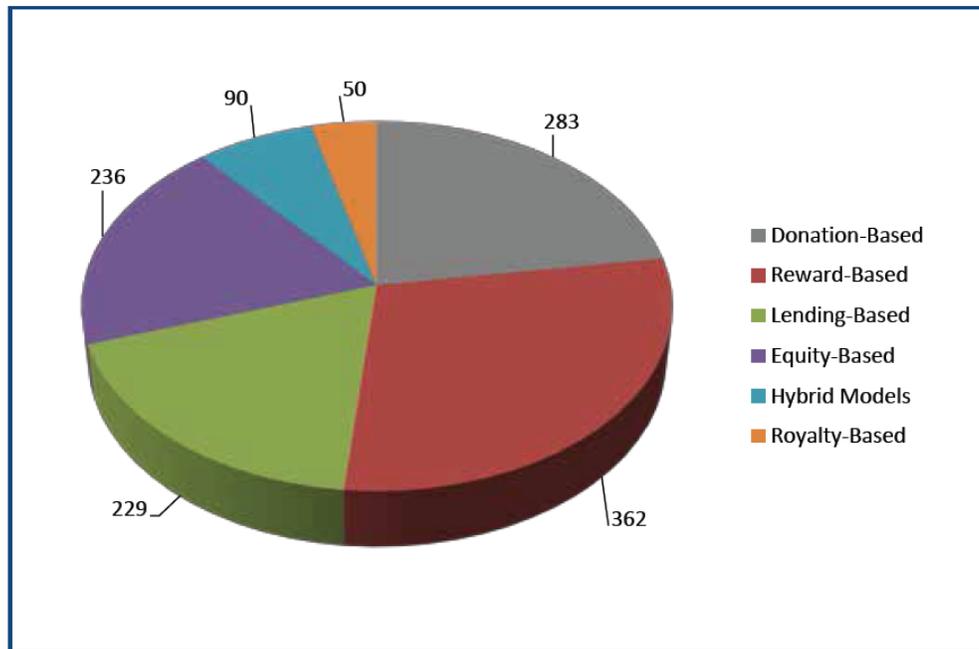


Figura 1: Numero di piattaforme attive a livello mondiale nel 2014 (fonte: Osservatorio *Crowdfunding*, 1° Report italiano sul *CrowdInvesting*, giugno 2016).

Si tratta, quindi, di un'industria che è cresciuta in pochi anni, determinando a livello mondiale la nascita di centinaia di piattaforme dedicate. Come spesso accade nei *business* emergenti, anche il tasso di fallimento registrato è stato elevato: diversi portali hanno dovuto rinunciare alla propria attività a causa del mancato raggiungimento della scala minima

necessaria o per aver scelto e attuato modelli di *business* sbagliati⁵⁹.

In ogni caso il *crowdfunding* raccoglie ormai risorse sempre più consistenti: nel 2015, secondo le stime (si veda la Figura di seguito), si è raggiunti un flusso di oltre 34 miliardi di dollari, e verrà quadruplicato nel giro di due anni. Merita di essere menzionata, in quanto interessante spunto di riflessione, che la maggior parte delle risorse (ossia più del 70%) è stata investita nel *lending crowdfunding*.

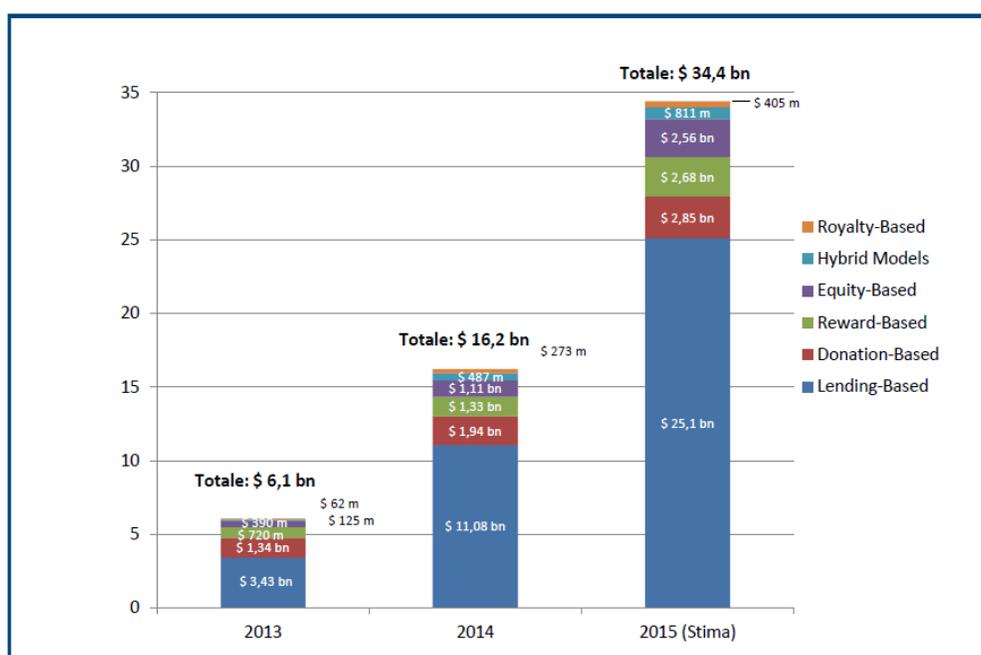


Figura 2: Crescita volumi divisi per modello (Fonte: Osservatorio *Crowdfunding*, 1° Report italiano sul *CrowdInvesting*, giugno 2016)

⁵⁹ Osservatorio *Crowdfunding*, 1° Report italiano sul *CrowdInvesting*, Giugno 2016.

In Italia, nonostante il ruolo di *first mover* sotto il profilo regolamentare dell'*equity*, il *crowdfunding* conosce uno sviluppo ancora a rilento rispetto ad altri Paesi europei, sia per limiti normativi (il *crowdinvesting* era, nei fatti, impossibile fino a pochissimi anni fa) sia per limiti di tipo culturale. L'utilizzo di *Internet* come strumento per acquisti, per operazioni economiche e finanziarie è ancora un'eccezione, specialmente alcune fasce (come ad esempio i più anziani).

La prima piattaforma nata in Italia, come detto *supra*, è Produzioni dal Basso, ideata per finanziare autoproduzioni artistiche, dalla musica all'editoria, dal teatro al *design*. Un'indagine condotta nell'ottobre 2015 dall'Università Cattolica del Sacro Cuore⁶⁰ ha individuato in Italia 82 piattaforme, di cui 69 attive e 13 in fase di lancio (si veda la Figura 3 di seguito).

⁶⁰ Si veda, UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE DI MILANO, *Il crowdfunding in Italia, Report 2015*.

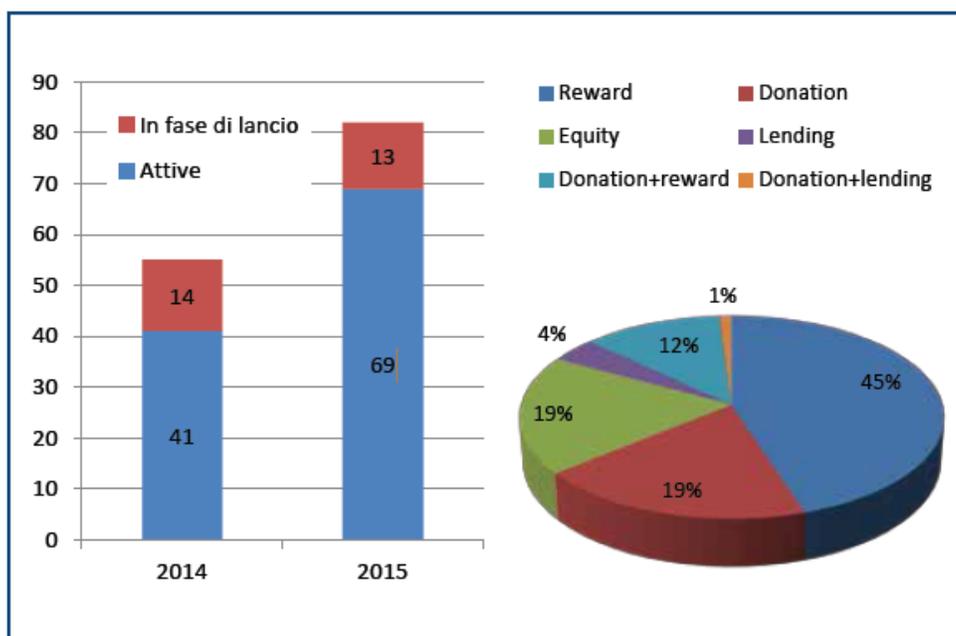


Figura 3: Piattaforme attive all'ottobre 2015 (Fonte: Osservatorio *Crowdfunding*, 1° Report italiano sul *CrowdInvesting*, giugno 2016)

Il numero è aumentato del 50% rispetto al 2014, quando erano state contate 41 piattaforme attive e 14 in fase di lancio. La maggioranza dei portali (per la precisione, il 45%) proponeva il modello *'reward-based'*, seguito dai modelli *'donation'* e *'equity-based'* (circa il 19%). Si registrano anche casi di piattaforme *'ibride'*, che propongono più modelli (ad esempio il 12% contempla sia *donation* che *reward*). I portali di *crowdinvesting* – inteso per raggruppare *equity*, *lending* e *invoice trading* - rappresentano una minoranza

del totale.⁶¹

I progetti sottoposti alle piattaforme italiane di *crowdfunding* fino a ottobre 2015 risultano essere più di 100.000 ma quelli effettivamente pubblicati, sempre secondo l'indagine dell'Università Cattolica, sono stati 21.384. L'81% di questi si pone un obiettivo di raccolta inferiore a 10.000 euro. Nell'ambito dei progetti *reward*, il 49% ha chiuso la raccolta con successo, mentre la percentuale è decisamente più bassa nelle campagne *donation* (12%)⁶².

Il valore complessivo dei progetti finanziati a ottobre 2015 risultava pari a circa 56,8 milioni di euro, ammontare quasi raddoppiato rispetto al 2014. Una percentuale significativa del capitale (tre quarti) è stata però raccolta dalle 5 maggiori piattaforme.

In ambito europeo, la fase iniziale di diffusione dello strumento ha visto la pubblicazione di alcuni documenti da parte delle Autorità di vigilanza del settore finanziario illustrativi delle caratteristiche delle varie tipologie di

⁶¹ OSSERVATORIO CROWDFUNDING, 1° Report italiano sul *CrowdInvesting*, Giugno 2016. Pag. 12

⁶² UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE DI MILANO, *Il crowdfunding in Italia, Report* 2015.

crowdfunding, dei rischi per l'investitore e degli impianti legislativi vigenti nei quali il fenomeno può essere inquadrato giuridicamente.

In Europa, quindi, i portali *online* operano secondo modalità differenti, seppure sotto l'egida delle Autorità nazionali e dell'ESMA, che nel settembre del 2012 ha pubblicato una "Avvertenza per gli investitori" relativa alle "Insidie dell'investimento *online*". La mancanza di una regolamentazione unica e armonizzata su base europea ha comportato una significativa eterogeneità dei modelli di *business*.

Per quanto riguarda i dati europei, l'Università di Cambridge ha rilevato che il mercato del *crowdfunding* vale complessivamente 3 miliardi di euro. Il mercato è segnato dal Regno Unito, che da solo incide per il 75% degli importi totali, mentre il resto dei paesi europei ha raccolto 620 milioni di euro nel 2014, con un tasso medio di crescita del 115% negli ultimi tre anni. Tra le varie tipologie, il credito al consumo *peer-to-peer* rappresenta il segmento più ampio, con 274,62 milioni di euro, mentre il *reward-based crowdfunding* si è attestato a quota 120,33 milioni di euro, seguito dal *lending peer-to-business* (93,1 milioni di euro) e dall'*equity crowdfunding* (82,56 milioni di euro)⁶³.

⁶³ Cfr, *MASSOLUTION REPORT*, disponibile all'indirizzo:

<http://research.crowdsourcing.org/2013cf-crowdfunding-industry-report>.

CAPITOLO II

Quadro normativo-regolamentare italiano dell'*equity crowdfunding*

SOMMARIO: 1. INTRODUZIONE – 2. L'INTRODUZIONE DELLA *START-UP* E DELLA PMI INNOVATIVA - 3. LA DISCIPLINA DELLA *START-UP* INNOVATIVA DI CUI AL DECRETO CRESCITA 2.0 – 3.1. ANALISI DELLE CARATTERISTICHE DELLA *START-UP* – 4. LA DISCIPLINA DELLA PMI INNOVATIVA DI CUI AL DECRETO CRESCITA 3.0 - 4.1. ANALISI DELLE CARATTERISTICHE DELLA PMI INNOVATIVA – 5. LA DISCIPLINA DELL'*EQUITY CROWDFUNDING* – 5.1. LE MODIFICHE AL TESTO UNICO SULLA FINANZA – 5.2. IL REGOLAMENTO CONSOB DI CUI ALLA DELIBERA 18592/2013: APPROVAZIONE E PANORAMICA DELLE RECENTI MODICHE – 5.3. IL REGOLAMENTO CONSOB DI CUI ALLA DELIBERA 18592/2013: ANALISI DELLA DISCIPLINA

* * *

1. Introduzione

Nel presente capitolo sarà analizzata la disciplina applicabile all'*equity crowdfunding*. In particolare si analizzeranno le novità normative introdotte con il Decreto Crescita 2.0 e il Decreto Crescita 3.0, ovvero sia la disciplina della *start-up* innovativa e della PMI innovativa, soggetti destinatari delle campagne di *equity crowdfunding*. In seguito si analizzeranno nel merito le modifiche al Testo Unico della Finanza e le disposizioni della delibera 18592/2013 di recente modificata, che rappresentano l'architettura

normativo-regolamentare dell'*equity crowdfunding* italiano.

2. L'introduzione della *start-up* e della PMI innovativa

Negli ultimi anni il legislatore italiano è intervenuto più volte modificando l'ordinamento societario per far fronte ai cambiamenti economici e alle pressioni esercitate dalla classe imprenditoriale e dalle istituzioni internazionali. Le riforme dell'ultimo quinquennio si inseriscono sull'impianto delineato a seguito dell'introduzione del d.lgs. n. 6/2003, aggiungendovi tuttavia alcuni caratteri di discontinuità. In particolare, a sessant'anni di distanza dall'entrata in vigore della normativa che per la prima volta ha disciplinato la materia della società a responsabilità limitata nella legislazione italiana, la riforma del diritto societario del 2003 (la «*più vasta e organica che il Codice civile abbia ricevuto [...] dalla sua entrata in vigore*»)⁶⁴ ha apportato delle modifiche radicali. Ne ha ridefinito la struttura, le funzioni e le regole e l'intervento è stato così importante che, osservando la

⁶⁴ GALGANO F., *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* diretto da GALGANO F., vol. XXIX, Padova, 2003, XIII. Finora il Codice civile era stato modificato "solo" da interventi legislativi seppur importanti, ma "di settore" (si pensi alla riforma delle società quotate, portata dal D.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, e alla legge "Mancino" del 1993) oppure dettati in derivazione dell'esigenza di adeguamento della disciplina nazionale della società per azioni alle Direttive comunitarie. Di «riforma "epocale"» si parla nelle *Osservazioni di Borsa Italiana S.p.A.*, presentate il 2 dicembre 2002, in *Riv. soc.*, 2002, 1564.

società a responsabilità limitata frutto del d.lgs. n. 6/2003.⁶⁵

All'interno di questa nuova architettura societaria, il Decreto Crescita 2.0⁶⁶ e il Decreto Crescita 3.0⁶⁷ hanno introdotto nel nostro ordinamento le due particolari figure della *start-up* e della PMI innovativa, prevedendo peraltro numerose deroghe alla disciplina codicistica del modello della società a responsabilità limitata.⁶⁸ Come detto *supra*, tra gli stati membri dell'Unione europea l'Italia è stato il primo ad aver introdotto una disciplina regolamentare in tema di *equity crowdfunding*, all'esito di una procedura di consultazione pubblica che ha permesso a tutti i portatori di interesse di dare il proprio contributo e i propri suggerimenti. In particolare, ai fini dell'emanazione della regolamentazione secondaria delegata dal Decreto

⁶⁵ Si veda BUSANI A., *La "nuova" società a responsabilità limitata*, 2003. Di «una vera rivoluzione» parla PERRINO M., *La nuova s.r.l. nella riforma delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2002, 1118, citando GAMBINO A., *Brevi note sul progetto di legge delega di riforma delle società di capitali non quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2000, I, 210.

⁶⁶ Si tratta del d.l. n. 179 del 18 ottobre 2012 recante *Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*, convertito con modificazioni dalla l. n. 221 del 17 dicembre 2012, c.d. decreto crescita 2.0.

⁶⁷ Si tratta del d.l. n. 3 del 24 gennaio 2015 recante *Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti*, convertito con modificazioni dalla l. n. 33 del 24 marzo 2015, c.d. decreto crescita 3.0.

⁶⁸ Tra le primissime analisi sulla normativa introdotta del Decreto Crescita 2.0, si rimanda a TROISI A., *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, *Contratto e impresa*, n. 2/2014, pag. 519-534, 2014.

Crescita 2.0, la CONSOB ha adottato una metodologia in linea con le migliori prassi di *better regulation*, con l'obiettivo di stimolare la collaborazione della più ampia platea di soggetti potenzialmente interessati al fenomeno in questione.⁶⁹

L'*equity crowdfunding* richiedeva, infatti, una normativa specifica in quanto include la promozione di offerte al pubblico che comportano l'acquisto di quote o azioni, conducendo l'investitore a effettuare sottoscrizioni che, per loro natura, si configurano come rischiose, dato che si traducono nella partecipazione al capitale di rischio dell'impresa.⁷⁰

⁶⁹ La CONSOB ha infatti avviato una consultazione preceduta da un'indagine conoscitiva, comprendente la predisposizione di un apposito questionario, atto a valutare la conoscenza del fenomeno del *crowdfunding*: tale questionario, suddiviso in quattro sezioni riferite ai diversi destinatari della disciplina (gestori "potenziali", investitori professionali, investitori *retail* e *start-up* innovative) è stato indirizzato a tutti i soggetti potenzialmente interessati al tema del *crowdfunding*. È stato inoltre organizzato un *open-hearing* presso la sede romana della CONSOB, volto a favorire un maggiore coinvolgimento dei soggetti interessati oltre che a consentire una migliore comprensione del fenomeno ai fini di una corretta regolamentazione dello stesso. Attraverso tale approccio collaborativo, si è reso possibile che l'apporto degli operatori del mercato si manifestasse già nella fase ascendente della produzione regolamentare, rendendo la partecipazione del mercato ancora più efficace. Successivamente, il 29 marzo 2013 è stato pubblicato il documento di consultazione recante la proposta di Regolamento in tema di "Raccolta di Capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on-line*" in attuazione dell'art. 30 del d.l. n. 179/2012. La consultazione si è chiusa il 30 aprile 2013 ed il testo definitivo del regolamento, modificato alla luce della consultazione espletata, è stato adottato dalla CONSOB con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 12 luglio 2013.

⁷⁰ Sul punto, il documento di consultazione redatto da CONSOB nel 2013 in relazione all'introduzione del Regolamento sull'*equity crowdfunding*, chiariva in particolare che: si trattava di "*fenomeno nuovo per cui la definizione della relativa disciplina richiede una particolare*

Sul punto, l'intervento normativo fondamentale è rappresentato dal d.l. 179/2012 che ha identificato nel sostegno all'imprenditoria innovativa un nuovo approccio di politica industriale, individuando altresì gli specifici destinatari della normativa relativa al *crowdfunding*, ossia le *start-up* innovative. Intervento importante è anche quello realizzato dal successivo d.l. 3/2015, che è intervenuto estendendo alle PMI la possibilità 'aprirsi al mercato'⁷¹ attraverso il ricorso al *equity crowdfunding*.

Preliminarmente, vale evidenziare che tali interventi normativi non hanno introdotto autonomi tipi societari, bensì due qualifiche aggiuntive costruite tramite un sistema di deroghe all'ordinaria disciplina societaria. Del resto, ciò emerge anche dalla rubrica dello stesso art. 26 del Decreto Crescita 2.0 che recita la dicitura "*deroghe al diritto societario e riduzione degli oneri per l'avvio*". Dunque la *ratio* dell'intervento non risiede nell'introduzione di

attenzione soprattutto con riferimento alla predisposizione di adeguate misure di tutela degli investitori retail (non professionali) i quali, una volta che le disposizioni della CONSOB entreranno in vigore, potranno decidere di investire i propri risparmi in offerte svolte da start-up innovative tramite un portale on-line". Il documento di consultazione è disponibile al seguente indirizzo: http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_crowdfunding_20130329.html?hkeywords=&docid=11&page=0&hits=140.

⁷¹ Con particolare riferimento alla possibilità per le PMI di accedere al mercato, vale richiamare l'analisi di APPIO C.L., *Emissione di cambiali finanziarie e accesso delle piccole e medie imprese al mercato dei capitali*, Bari, 2013.

nuovi modelli societari, ma piuttosto nell'apportare una serie di significative modifiche alle forme societarie già esistenti⁷², cercando di adeguare la relativa disciplina codicistica a iniziative all'avanguardia di natura economica. La necessità di adeguare l'ordinamento italiano porta a concentrarsi sull'innovazione, identificata come motore trainante dell'economia. Il *focus* normativo sulle iniziative caratterizzate da una forte innovatività, che ha condotto a diversi recenti interventi, si ritrovava in realtà già nel rapporto "Restart Italia!"⁷³. Questo ha evidenziato fin da subito come la mancanza di adeguati strumenti giuridici per le nuove forme di impresa comporti la necessità per gli imprenditori di rivolgersi ad altri tipi di contratto, se non addirittura a rinunciare alla possibilità di sviluppare le

⁷² Si veda, sul punto, MALTONI M. e SPADA P., *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in www.cavererespondere.it, 2014, e BENAZZO P., *La s.r.l. Start Up innovativa*, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, n. 1/2014, 2014. In particolare viene evidenziato che le deroghe alla disciplina della S.r.l. sono tutte facoltative e si tratta di una regolamentazione condizionata e transitoria. Ciò li porta ad affermare che si tratta di una disciplina "prevalentemente atteggiata come immunità da regole di diritto comune [...] funzionali ad agevolare la provvista del capitale finanziario e di rischio delle nuove imprese 'a vocazione' tecnologica".

⁷³ Cfr. MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, "Restart, Italia!", *Rapporto della Task Force sulle start-up istituita dal Ministro dello Sviluppo Economico*, BIFFI, BARBERIS, CARCANO, DE BIASE, D'ELIA, DI CAMILLO, DONADON, MARIANI, MAGRINI, POZZI, RAGUSA, SOLDAKUTZMANN (a cura di), coordinati da FUSACCHIA A., 10 settembre 2012, disponibile all'indirizzo <http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/rapporto-start-up-2012.pdf>.

proprie idee. Questo problema strutturale era particolarmente avvertito nel nostro ordinamento e avrebbe richiesto, secondo il Rapporto del Ministero dello Sviluppo Economico, una visione unica, un *“pacchetto comune”* di misure, poiché un’impresa per funzionare non ha bisogno solamente di semplificazioni amministrative, ma anche di reperire con urgenza i capitali e i finanziamenti. Nel *report* viene infatti evidenziato che *“abbiamo scelto di fare poche proposte, che fossero però ambiziose ed incisive. Non ce ne sono alcune più urgenti e importanti di altre. Produrranno una scossa solo se saranno considerate come un ‘pacchetto unico’, solo se portate avanti tutte insieme. Proviamo infatti a chiederci: conta di più la semplificazione burocratica o la disponibilità di capitali? La risposta è che la domanda non ha senso. Se anche a un giovane con un’idea imprenditoriale bastasse un giorno per aprire un’azienda innovativa, ma poi servissero sei mesi per trovare i capitali per partire, dove pensiamo che potrebbe andare? Se, al contrario, potesse contare in tempi rapidi su un po’ di liquidità, ma gli servissero poi sei mesi per rendere operativa la sua azienda, pensiamo che arriverebbe molto più lontano?”*.⁷⁴

⁷⁴ Cfr. MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *“Restart, Italia!”*, Rapporto della Task Force sulle start-up istituita dal Ministro dello Sviluppo Economico, BIFFI, BARBERIS, CARCANO, DE BIASE, D’ELIA, DI CAMILLO, DONADON, MARIANI, MAGRINI, POZZI, RAGUSA, SOLDAKUTZMANN (a cura di), coordinati da A. FUSACCHIA, 10 settembre 2012, disponibile

Il legislatore si è fatto dunque promotore di una nuova spinta culturale con l'introduzione della disciplina delle *start-up* (nel 2012) e delle PMI (nel 2015), sottolineando per entrambe le qualifiche la parola "*innovative*", come un attributo indispensabile e caratterizzante.

3. La disciplina della *start-up* innovativa di cui al Decreto Crescita 2.0

È l'articolo 25, comma 2 del Decreto Crescita 2.0 a stabilire le caratteristiche che deve possedere un *start-up*⁷⁵. Per rientrare nella categoria

all'indirizzo <http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/rapporto-start-up-2012.pdf>. Pag. 13.

⁷⁵ L'art. 25 comma 2 prevede quanto segue:

"2. Ai fini del presente decreto, l'impresa start-up innovativa, di seguito «start-up innovativa», è la società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione, che possiede i seguenti requisiti:

[a) i soci, persone fisiche, detengono al momento della costituzione e per i successivi ventiquattro mesi, la maggioranza delle quote o azioni rappresentative del capitale sociale e dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria dei soci;]

b) è costituita da non più di sessanta mesi;

c) è residente in Italia ai sensi dell'articolo 73 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, o in uno degli Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, purché abbia una sede produttiva o una filiale in Italia;

d) a partire dal secondo anno di attività della start-up innovativa, il totale del valore della produzione annua, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non è superiore a 5 milioni di euro;

e) non distribuisce, e non ha distribuito, utili;

f) ha, quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;

g) non è stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda;

h) possiede almeno uno dei seguenti ulteriori requisiti:

1) le spese in ricerca e sviluppo sono uguali o superiori al 15 per cento del maggiore valore fra

delle *start-up* innovative – e pertanto avvalersi dello strumento del *crowdfunding* - è necessario (i) che l'impresa sia costituita come società di capitali (anche sotto forma di cooperativa), (ii) agisca in settori innovativi e tecnologici o a vocazione sociale, (iii) sia costituita da non più di sessanta mesi; (iv) abbia la propria sede legale in Italia o in uno degli Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, purché abbia una sede produttiva o una filiale in Italia; (v) che a

costo e valore totale della produzione della start-up innovativa. Dal computo per le spese in ricerca e sviluppo sono escluse le spese per l'acquisto e la locazione di beni immobili. Ai fini di questo provvedimento, in aggiunta a quanto previsto dai principi contabili, sono altresì da annoverarsi tra le spese in ricerca e sviluppo: le spese relative allo sviluppo precompetitivo e competitivo, quali sperimentazione, prototipazione e sviluppo del business plan, le spese relative ai servizi di incubazione forniti da incubatori certificati, i costi lordi di personale interno e consulenti esterni impiegati nelle attività di ricerca e sviluppo, inclusi soci ed amministratori, le spese legali per la registrazione e protezione di proprietà intellettuale, termini e licenze d'uso. Le spese risultano dall'ultimo bilancio approvato e sono descritte in nota integrativa. In assenza di bilancio nel primo anno di vita, la loro effettuazione è assunta tramite dichiarazione sottoscritta dal legale rappresentante della start-up innovativa;

2) impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a due terzi della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale ai sensi dell'articolo 3 del regolamento di cui al decreto del Ministro dell'istruzione, dell'università e della ricerca 22 ottobre 2004, n. 270;

3) sia titolare o depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale ovvero sia titolare dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore, purché tali privative siano direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività di impresa."

partire dal secondo anno di attività della *start-up* innovativa, il totale del valore della produzione annua, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato, non sia superiore a 5 milioni di euro; (vi) che non distribuisca e non abbia distribuito utili; (vii) abbia, quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico; e (viii) non sia stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda (cd. requisiti cumulativi).

Oltre ai requisiti appena menzionati, è necessario che la *start-up* innovativa detenga almeno uno dei seguenti requisiti aggiuntivi (cd. requisiti alternativi): (i) spesa in ricerca e sviluppo in misura pari o superiore al 15% del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione; (ii) almeno un terzo della forza lavoro complessiva deve essere in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure abbia conseguito una laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a due terzi della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale; (iii) è titolare di diritti di sfruttamento di

invenzioni industriali, elettroniche, biotecnologiche o di nuove varietà vegetali ovvero di diritti relativi a un programma per elaboratore originario, purché tali privative siano direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività di impresa.

3.1. Analisi delle caratteristiche della start-up

Una prima evidente caratteristica, che rileva ai fini del ruolo del *crowdfunding*, è che le *start-up*, alle quali è assolutamente preclusa la quotazione, devono essere di recente costituzione, dato che la disciplina è chiaramente destinata a quelle giovani imprese che in un primo tempo faticano nell'avviamento. Non a caso, sotto il profilo tributario, la *start-up* gode di numerose agevolazioni di natura fiscale⁷⁶, proprio al fine di favorirne uno sviluppo florido e rapido. La disciplina delle *start-up* è quindi rivolta esclusivamente, e coerentemente, alle imprese di nuova costituzione.

La previsione di cui alla lettera c) dell'art. 25 comma 2 sulla residenza,

⁷⁶ A titolo esemplificativo, si richiamano alcune delle principali agevolazioni: l'esonero dall'imposta di bollo, nonché dal pagamento dei diritti di segreteria presso il Registro delle imprese, oltre alle detrazioni IRPEF (su investimenti effettuati da persone fisiche) ed alle deduzioni IRES (su apporti di capitale da soggetti giuridici). Si rimanda sul punto all'art. 29 del decreto crescita 2.0, attuato con decreto interministeriale del 30 gennaio 2014 del Ministero dell'Economia e delle Finanze, di concerto con il Ministero dello Sviluppo Economico, pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 66 del 20 marzo 2014.

si fonda sull'intento di mantenere queste giovani imprese in Italia imponendo la residenza o la presenza di una filiale sul suolo nazionale. La norma è stata infatti modificata nel 2015, ampliando il territorio interessato, per adeguarla alle previsioni sullo spazio economico europeo.

La successiva previsione di cui alla lettera d) dell'art. 25 comma 2 ha lo scopo di tutelare le dimensioni dell'azienda, al fine di evitare abusi della normativa applicabile a favore delle grandi imprese. La previsione si lega sotto questo aspetto con la successiva lettera g), tesa ad impedire che imprese già esistenti pongano in essere operazioni societarie al solo fine di sfruttare il regime agevolativo riservato alle *start-up*. Si tratta di una disposizione dettata per evitare elusioni del requisito della novità, una caratteristica che si lega profondamente all'idea stessa di innovazione.

Inoltre, vale evidenziare quanto previsto alla lettera e) dell'art. 25 comma 2, che detta un divieto molto forte nell'ambito di una società, escludendo la possibilità di distribuire utili alla compagine sociale. Si deve, infatti, tener conto che il diritto agli utili è uno dei principali tra quelli spettanti al socio, ne costituisce una prerogativa e rappresenta il corrispettivo per il rischio affrontato nell'investimento nel capitale sociale. La deroga

operata dall'articolo suddetto appare forte, autoritaria e apparentemente contraria all'intenzione di promuovere la formazione di questo tipo di società. La disposizione si spiega nella volontà legislativa di imporre, per via indiretta, una sorta di obbligo alla nuova *start-up*: a fronte delle agevolazioni fiscali e societarie concesse, la società dovrà reinvestire e sfruttare i profitti al suo interno per aumentare l'innovazione, coprire i costi e garantirsi così un ciclo vitale lungo e fertile. Si cerca in tal modo di imporre a queste neonate società un obbligo di auto-finanziamento. Questo, come si vedrà più avanti, comporta il crearsi di un'area di rischio per il consumatore-*crowdfunder*.

La lettera f) dell'art. 25 comma 2 chiarisce che l'oggetto sociale della *start-up* è limitato, in via esclusiva o prevalente, allo sviluppo, alla produzione e alla commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico. Queste tre diverse attività non possono essere intese autonomamente, quanto piuttosto legate l'una all'altra, nel senso che un'impresa che si limiti alla fase di commercializzazione e si occupa dello sviluppo e della produzione, dovrebbe essere intesa come carente (teoricamente) del requisito dell'innovatività.⁷⁷

⁷⁷ Sul punto si rinvia a BENAZZO P., *La s.r.l. Start Up innovativa*, in Nuove Leggi Civili

La lettera h) dell'art. 25 comma 2 introduce le tre caratteristiche distintive per la configurazione della *start-up* innovativa. A tal fine, infatti, è necessario che almeno una delle tre sia presente nella società. Trattasi di requisiti che sottolineano lo svolgimento di un'attività dal carattere innovativo da parte dell'impresa, dovendo questa alternativamente (i) essere proprietaria o licenziataria di un brevetto o altro diritto di proprietà industriale, (ii) investire una certa somma in attività di ricerca e sviluppo o (iii) assumere per un terzo o due terzi personale altamente specializzato (dottorandi, dottori di ricerca o che abbiano comunque almeno tre anni di esperienza nella ricerca).

Con questi requisiti il Decreto Crescita 2.0 impone alle *start-up* una sorta di obbligo di "innovare", su tre diversi piani: produrre qualcosa di nuovo, investire per creare nuovi prodotti, assumere dipendenti che abbiano familiarità con la ricerca e, di conseguenza, una probabile maggior propensione all'innovazione stessa.

L'assetto di caratteristiche della *start-up* innovativa si conclude con l'obbligo per questa di essere iscritta in un'apposita sezione del Registro delle

Commentate, n. 1/2014, 2014.

imprese. Tale iscrizione avviene annualmente, dietro dichiarazione di mantenimento dei requisiti appena descritti.⁷⁸

Recentissima novità in merito alla costituzione di *start-up* è stata

⁷⁸ L'art 25, commi 8-12 del d.l. n. 179/2012 prevede l'istituzione di apposita sezione speciale del registro delle imprese, dove sulla base di un'autodichiarazione del legale rappresentante dovranno registrarsi le *start-up* per godere dei vantaggi fiscali e societari.

La disposizione in esame indica altresì i dati che dovranno essere forniti al momento dell'iscrizione (“[...] *le Camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura istituiscono una apposita sezione speciale del registro delle imprese di cui all'articolo 2188 del codice civile, a cui la start-up innovativa e l'incubatore certificato devono essere iscritti al fine di poter beneficiare della disciplina della presente sezione. Ai fini dell'iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese di cui al comma 8, la sussistenza dei requisiti per l'identificazione della start-up innovativa e dell'incubatore certificato di cui rispettivamente al comma 2 e al comma 5 è attestata mediante apposita autocertificazione prodotta dal legale rappresentante e depositata presso l'ufficio del registro delle imprese. [...] La start-up innovativa è automaticamente iscritta alla sezione speciale del registro delle imprese di cui al comma 8, a seguito della compilazione e presentazione della domanda in formato elettronico, contenente le seguenti informazioni:*

a) data e luogo di costituzione, nome e indirizzo del notaio; b) sede principale ed eventuali sedi periferiche; c) oggetto sociale; d) breve descrizione dell'attività svolta, comprese l'attività e le spese in ricerca e sviluppo; e) elenco dei soci, con trasparenza rispetto a fiduciarie, holding ove non iscritte nel registro delle imprese di cui all'articolo 8 della legge 29 dicembre 1993, n. 580, e successive modificazioni, con autocertificazione di veridicità; f) elenco delle società partecipate; g) indicazione dei titoli di studio e delle esperienze professionali dei soci e del personale che lavora nella start-up innovativa, esclusi eventuali dati sensibili; h) indicazione dell'esistenza di relazioni professionali, di collaborazione o commerciali con incubatori certificati, investitori istituzionali e professionali, università e centri di ricerca; i) ultimo bilancio depositato, nello standard XBRL; l) elenco dei diritti di privativa su proprietà industriale e intellettuale.”).

Inoltre, lo stesso articolo prevede che per mantenere la qualifica di *start-up*, nei limiti temporali imposti dalla disciplina, debba essere presentata una dichiarazione del legale rappresentante sulla conservazione dei requisiti normativi entro termini scanditi dal bilancio sociale (30 giorni dalla sua approvazione o 6 mesi dalla chiusura dell'esercizio). In caso di perdita dei requisiti, la cancellazione dalla sezione speciale avviene entro 60 giorni. La *start-up* non potrà più fregiarsi di tale qualifica, ma rimarrà iscritta nella sezione ordinaria. Il mancato deposito della dichiarazione di mantenimento dei requisiti è equiparato alla loro perdita.

introdotta nel febbraio 2016 ed è divenuta operativa nel luglio successivo. Si tratta della possibilità di redigere e sottoscrivere *online*, e in assenza dell'intervento di un Notaio, gli atti costitutivi e gli statuti delle *start-up* innovative in forma di società a responsabilità limitata, utilizzando la firma digitale attraverso la piattaforma *internet* predisposta dal Ministero dello Sviluppo Economico. Questo nuovo procedimento è facoltativo e alternativo rispetto all'ordinaria modalità di costituzione della società con atto pubblico.

La nuova procedura di costituzione - entrata nella fase operativa solo il 20 luglio 2016 – era stata prevista dal Decreto Crescita 3.0 (d.l. 3/2015, art. 4, comma 10 *bis*), le cui modalità attuative sono state approvate con decreto del Ministro dello Sviluppo Economico 17 febbraio 2016 (in Gazzetta Ufficiale n. 56 dell'8 marzo 2016), come rettificato con decreto ministeriale 7 luglio 2016.⁷⁹

4. La disciplina della PMI innovativa di cui al Decreto Crescita 3.0

L'applicazione della disciplina del *crowdfunding*, come anticipato, è stata inizialmente limitata alle *start-up* innovative, determinando una certa perplessità riguardo un assetto regolamentare orientato alla tutela degli

⁷⁹ Le specifiche tecniche per compilare il modello *standard* di atto costitutivo e statuto sono state approvate con decreto direttoriale 1° luglio 2016. In pari data, il Ministero dello Sviluppo Economico ha altresì emanato la circolare n. 3691/C, con cui sono state fornite le disposizioni applicative concernenti la nuova procedura.

investitori non istituzionali che, da un lato, conviveva con l'applicazione dello strumento a società di per sé "rischiose" e, dall'altro, con il risultato di una disciplina frammentata, segnando un'evidente disparità di trattamento tra soggetti aventi una diversa veste giuridica.

Sulla base di queste criticità e vista la diffusa⁸⁰ presenza di PMI⁸¹ nel nostro paese, il d.l. n. 3/2015 recante "*Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti*" convertito con modificazioni dalla legge 24 marzo 2015, n. 33 (cd. "Decreto Crescita 3.0") ha introdotto la qualifica di "PMI innovativa",

⁸⁰ Secondo il Dipartimento delle Politiche Europee inoltre, i risultati di numerosi studi economici condotti negli ultimi anni dimostrano che le PMI risentono degli effetti delle politiche in modo più che proporzionale rispetto alle imprese di maggiori dimensioni; appare chiaro che definire regole chiare ed efficaci, affiancate da programmi di finanziamento orientati ai reali bisogni delle PMI, diviene lo strumento di competitività più importante nei difficili tempi di crisi economica che stiamo vivendo. Vedi RENDA A., LUCCHETTA G., (2011), *L'Europa e le PMI, come rilanciare la sfida della competitività*, Dipartimento delle Politiche Europee. La specificità italiana è anche dovuta al fatto che l'81% della forza lavoro è impiegata nelle PMI mentre per i *competitor* diretti come Inghilterra, Germania e Francia tale percentuale si attesta rispettivamente al 46%, 39% e 38%. Si afferma dunque che se il ruolo della PMI è importante per l'Europa, in Italia esso diventa ancor più decisivo (lo studio è stato compiuto dal Dipartimento delle Politiche Europee su dati Eurostat. Gli indicatori utilizzati sono: fatturato per addetto, valore aggiunto per addetto, costo del lavoro per dipendente, competitività, investimenti su valore aggiunto, redditività lorda). Vedi anche *Le Piccole Medie Imprese al tempo della crisi, impatto della crisi e ruolo della formazione continua*, IRES, 2011.

⁸¹ Si veda la Raccomandazione della Commissione, del 6 maggio 2003, relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese ove le PMI sono individuate avendo riguardando al numero di dipendenti (inferiori ai 250) e alternativamente al fatturato (meno di 50 milioni di euro) o al totale del bilancio annuo (che deve essere al di sotto dei 43 milioni di euro).

estendo di conseguenza la possibilità di ricorrere allo strumento del *crowdfunding* per le “PMI innovative”, di cui all’art. 4 del Decreto Crescita 3.0.

I requisiti della PMI innovativa di cui all’art. 4 del d.l. 3/2015, sotto alcuni aspetti sono simili a quelli previsti per la *start-up* innovativa. In particolare, i requisiti cumulativi per la PMI innovativa sono: (i) residenza in Italia o in uno degli Stati membri dell’Unione europea o in Stati aderenti all’Accordo sullo spazio economico europeo, purché abbia una sede produttiva o una filiale in Italia; (ii) certificazione dell’ultimo bilancio, effettuata da una società di revisione o da un revisore contabile iscritti nel registro dei revisori contabili; (iii) assenza di azioni quotate in un mercato regolamentato; (iv) assenza di iscrizione al registro speciale dal Decreto Crescita 2.0 per le *start-up* innovative.

Al pari delle *start-up* innovative, oltre ai requisiti appena menzionati, è necessario che la PMI innovativa detenga almeno due dei seguenti requisiti aggiuntivi: (i) volume di spesa in ricerca, sviluppo e innovazione in misura uguale o superiore al 3% del maggior valore fra costo e valore totale della produzione della PMI innovativa (le spese risultano dall’ultimo bilancio

approvato e sono descritte in nota integrativa); (ii) impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al quinto della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a un terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale; (iii) titolarità, anche quali depositarie o licenziatarie, di almeno un brevetto, di una privativa industriale o di un *software*.

4.1. *Analisi delle caratteristiche della PMI innovativa*

Analogamente alla *start-up*, la PMI innovativa non può essere una società quotata. Inoltre, anche in questo caso è necessario il legame con l'ordinamento nazionale, da intendersi sempre secondo le leggi tributarie vigenti. Il legislatore stabilisce altresì che non potranno godere essere qualificate come innovative le PMI che siano già iscritte nell'apposita sezione del registro dedicata alle *start-up*, essendo tuttavia possibile che esse, una volta persi i requisiti per essere tali e cancellate dall'apposita sezione

dedicata alle *start-up*, possano registrarsi quali PMI innovative.

La normativa, inoltre, non è rivolta alle imprese di nuova costituzione, come si ricava dalla lettera b) dell'art. 4, che richiede l'approvazione di almeno un bilancio per ottenere la qualifica e quindi l'aver almeno un anno di vita. Il documento deve essere certificato da un revisore o società di revisione (introducendo così l'obbligo di ricorrervi). In particolare, l'art. 4 prevede che per sfruttare alcuni vantaggi ed essere qualificate come innovative, le PMI devono operare sul mercato comunque da meno di sette anni. Nel caso in cui la loro prima vendita commerciale sia più risalente, potranno ottenere l'iscrizione nella sezione speciale solo previa presentazione di un piano di sviluppo di prodotti, servizi o processi nuovi o sensibilmente migliorati rispetto allo stato dell'arte nel settore interessato. Questo piano di sviluppo è valutato e approvato da un organismo indipendente di valutazione espressione dell'associazionismo imprenditoriale, ovvero da un organismo pubblico.

Anche se la PMI innovativa non deve essere quotata, non è presente l'esplicito divieto a una eventuale e futura quotazione su piattaforme multilaterali di negoziazione, che al contrario compare nelle *start-up*.

Anche in relazione alla PMI innovativa vengono indicati tre requisiti, che presentano alcune affinità con quelli delle *start-up*, richiedendosi un certo investimento in ricerca e sviluppo (ridotto nel suo ammontare), un numero di dipendenti altamente specializzati (in proporzione inferiore rispetto alle *start-up*), e la titolarità di un diritto di privativa industriale. A differenza delle previsioni contenute nel d.l. n. 179/2012, tuttavia, le PMI innovative devono possedere almeno due di tali requisiti.

Infine, anche per le PMI innovativa viene fissato l'obbligo di iscrizione nell'apposita sezione speciale del Registro delle imprese.⁸²

⁸² L'art. 4 del d.l. n. 3/2015 detta la disciplina relativa all'iscrizione nella sezione speciale con alcune analogie rispetto alle *start-up* chiarendo che: *"presso le Camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura è istituita una apposita sezione speciale del registro delle imprese di cui all'articolo 2188 del codice civile, a cui le PMI innovative devono essere iscritte; [...] L'iscrizione avviene a seguito di presentazione della domanda in formato elettronico, contenente le seguenti informazioni, rese ai sensi degli articoli 46 e 47 del testo unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di documentazione amministrativa, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 28 dicembre 2000, n. 445, e successive modificazioni:*

- a) ragione sociale e codice fiscale;*
- b) data e luogo di costituzione, nome e indirizzo del notaio;*
- c) sede principale ed eventuali sedi periferiche;*
- d) oggetto sociale;*
- e) breve descrizione dell'attività svolta, comprese l'attività e le spese in ricerca, sviluppo e innovazione;*
- f) elenco dei soci, con trasparenza rispetto a società fiduciarie e holding ove non iscritte nel registro delle imprese di cui all'articolo 8 della legge 29 dicembre 1993, n. 580, e successive modificazioni, con autocertificazione di veridicità, indicando altresì, per ciascuno e ove sussistano, gli eventuali soggetti terzi per conto dei quali, nel cui interesse o sotto il cui controllo il socio agisce;*
- g) elenco delle società partecipate;*

5. La disciplina dell'*equity crowdfunding*

5.1. *Le modifiche al Testo Unico sulla Finanza*

Dopo aver descritto le caratteristiche delle imprese che possono essere beneficiare di progetti di *equity crowdfunding*, il presente paragrafo illustrerà la disciplina attualmente applicabile in Italia in relazione all'*equity crowdfunding*.

In particolare, allo scopo di superare il problema derivante da un eccessivo ricorso al credito bancario (le cui negative conseguenze sono state acuite dalla crisi economica) e di estendere il novero degli strumenti alternativi di finanziamento opzionabili da parte dell'impresa, il legislatore ha introdotto la possibilità per la S.r.l. avente la qualifica di *start-up* o PMI

h) indicazione dei titoli di studio e delle esperienze professionali dei soci e del personale la cui prestazione lavorativa è connessa all'attività innovativa delle PMI, esclusi eventuali dati sensibili;

i) indicazione dell'esistenza di relazioni professionali, di collaborazione o commerciali con incubatori certificati, investitori istituzionali e professionali, università e centri di ricerca;

l) ul timo bilancio depositato, nello standard XBRL;

m) elenco dei diritti di privativa su proprietà industriale e intellettuale;

n) numero dei dipendenti;

o) sito internet. [...]

Le PMI innovative assicurano l'accesso informatico alle suddette informazioni dalla home page del proprio sito Internet."

Rispetto alla normativa sulle *start-up*, i dati forniti sono più numerosi e viene imposto l'obbligo di renderli facilmente accessibili sul sito *internet* a fini di trasparenza. L'iscrizione avviene anche in questa ipotesi sulla base della dichiarazione resa dal legale rappresentante ed analoga alle previsioni del Decreto Crescita 2.0 è la disciplina per il mantenimento e la perdita dei requisiti.

innovativa di ampliare le proprie fonti di finanziamento, dapprima con il Decreto Crescita 2.0 e poi con Decreto Crescita 3.0. La previsione si sostanzia nella possibilità di accedere da parte di questi due tipi di società qualificate all'*equity-based crowdfunding*.

La *ratio* è quella di 'aprire' il capitale di enti tipicamente chiusi, consentendo la circolazione di strumenti e di quote e determinando un evidente allontanamento dall'originale idea della riforma del 2003 (che aveva concepito la S.r.l. come una società tendenzialmente chiusa, con un chiaro divieto di quotarsi e la cui circolazione delle quote era prevista a fronte della maggiore autonomia concessa ai suoi soci).

Come anticipato, l'intenzione alla base di questa nuova apertura è quella di aumentare le fonti di capitale a disposizione della S.r.l., tenuto conto delle sempre maggiori criticità nel reperimento di fondi necessari alla vita sociale e della persistente sottocapitalizzazione di tali società.

Pertanto il legislatore del 2012 e del 2015 è intervenuto allo scopo di risolvere il problema aprendo il capitale e consentendo la libera circolazione della quota, senza significative differenze rispetto a quanto avviene nell'ambito delle S.p.A.

In particolare, il Decreto Crescita 2.0 prevede che - in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, comma I del codice civile - le quote di partecipazione in *start-up* innovative costituite in forma di S.r.l. possano costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso gli appositi portali per la raccolta di capitali⁸³. Parallelamente, il Decreto Crescita 3.0 prevede che tale previsione si applica anche alle PMI innovative⁸⁴.

Questa novità ha anche interessato il d.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 recante il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediari finanziari – cd. TUF-, che è stato modificato di conseguenza con l'introduzione (ad opera del d.l. 179/2012) e la modifica (ad opera del d.l. 3/2015) degli articoli 1, 50-*quinquies* e 100-*ter*. Con questi interventi è stata introdotta un'ulteriore discrasia, una rottura che si affianca a quella in materia di categorie di quote e che finisce con l'accentuare la "spersonalizzazione" del tipo S.r.l., la cui particolare struttura avrebbe impedito l'incorporazione delle partecipazioni sociali in quote equiparabili a titoli di credito.

⁸³ Cfr. art. 26, comma 5 del d.l. 179/2012.

⁸⁴ Cfr. art. 4, comma 9 del d.l. 3/2015.

Non è stato approvato un nuovo strumento normativo, bensì sono state apportate una serie di modifiche al TUF in quanto la relativa disciplina, sotto un certo profilo, è stata estesa anche alle *start-up* e PMI innovative. Come già evidenziato, gli articoli che hanno subito modifiche sono tre.

All'art. 1 del TUF, è stato aggiunto il comma 5-*novies*⁸⁵, dedicato alle caratteristiche del portale di raccolta del capitale di rischio. Nella disposizione si precisa che la finalità esclusiva di tale strumento deve essere la facilitazione nell'attività di raccolta per le società. Ma non sussistono ostacoli legislativi a che il gestore del portale ne controlli più di uno, di cui solo alcuni rientranti nella definizione dell'art. 1, comma 5 *novies* del TUF⁸⁶.

L'introduzione dell'art. 50 *quinquies* del TUF regola la figura del gestore dei portali *online* e stabilisce i limiti cd. soggettivi dell'applicazione della

⁸⁵ Il comma in questione stabilisce quanto segue: “Per ‘portale per la raccolta di capitali per le start-up innovative e per le PMI innovative’ si intende 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, delle PMI innovative e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o al tre società 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”.

⁸⁶ Cfr. FREGONARA E., *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Orizzonti del diritto commerciale, 2013, disponibile all'indirizzo www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24242/fregonara_e.pdf.

disciplina⁸⁷. Si ammette la possibilità che non solo le banche e le imprese di investimento possano ricoprire il ruolo di gestori di portali *online*. L'art. 50 *quinquies*⁸⁸ indica le caratteristiche che le società interessate a svolgere tale attività devono possedere per poter essere iscritte nell'apposito registro tenuto dalla CONSOB (sempre avendo riguardo ai requisiti di onorabilità e professionalità), ammettendo così che queste possano non essere banche o imprese di investimento. La disciplina del *crowdfunding* si apre così non solo ai c.d. "gestori di diritto"⁸⁹, ma a tutti i soggetti dotati di apposita autorizzazione.

⁸⁷ L'art. 50 *quinquies* del d.lgs. n. 58/1998 stabilisce: "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, per le PMI innovative, per gli organismi di investimento collettivo del risparmio e per le società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative e in PMI innovative ed è iscritto nel registro di cui al comma 2".

⁸⁸ Requisiti stabiliti al comma 3, segnatamente:

a) forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa;

b) sede legale e amministrativa o, per i soggetti comunitari, stabile organizzazione nel territorio della Repubblica;

c) oggetto sociale conforme con quanto previsto dal comma 1;

d) possesso da parte di coloro che detengono il controllo e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo dei requisiti di onorabilità stabiliti dalla CONSOB;

e) possesso da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, di requisiti di professionalità stabiliti dalla CONSOB.

⁸⁹ FREGONARA E. "Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative", Orizzonti del diritto commerciale, 2013. Disponibile all'indirizzo

A questo scopo, è stabilito che la CONSOB tenga un doppio registro, così da distinguere le due categorie di intermediari finanziari, con una sezione speciale per i cd. gestori di diritto. Ma è al contempo previsto un forte limite all'attività dei nuovi gestori non istituzionali, in quanto "*i soggetti iscritti nel registro di cui al comma 2 non possono detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi*" (art 50 *quinquies*, comma 2 TUF). Dunque in questo caso il gestore è tenuto a stipulare specifici accordi contrattuali con società di investimento mobiliare e/o banche al fine di trattare tali operazioni, sottoponendosi ad un controllo circa la loro trasparenza ed esperienza. La disciplina specifica viene approfondita nel regolamento della CONSOB, delibera n. 18592/2013, al quale lo stesso articolo rinvia per i dettagli attuativi e che verrà analizzato *infra*. Infine, l'art. 50 *quinquies* affida all'autorità indipendente compiti e poteri di vigilanza, oltre che l'applicazione delle sanzioni in caso di violazioni.

Se l'art. 50 *quinquies* del TUF è dedicato ai limiti cd. soggettivi della disciplina, l'art. 100 *ter* disciplina i limiti oggettivi. Il primo comma si preoccupa, infatti, di circoscrivere l'applicazione della disciplina

esclusivamente con riferimento agli “*strumenti finanziari emessi dalle start-up innovative, dalle PMI innovative, dagli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative e in PMI innovative e devono avere un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla CONSOB ai sensi dell’articolo 100, comma 1, lettera c)*”.

L’articolo in questione interviene inoltre sulla disciplina applicabile alle S.r.l. *start-up* e PMI innovative nel caso in cui decidano di ricorrere alla figura degli intermediari abilitati. Tali soggetti acquisteranno le quote in nome proprio ma per conto di terzi, comunicando la loro qualifica di soci per conto terzi al Registro delle imprese entro trenta giorni dall’acquisto. Per le successive alienazioni da parte di tali intermediari sarà invece sufficiente l’annotazione presso il registro da loro tenuto, così garantendo una più agile e snella disciplina. Non sarà, infine, necessario alcun contratto scritto ed ogni condizione dell’offerta dovrà essere specificamente indicata nel portale *online*.⁹⁰

5.2. Il Regolamento CONSOB di cui alla delibera 18592/2013:

⁹⁰ Si veda, per approfondire, anche CAPELLI I., *L’equity based crowdfunding e i diritti del socio*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2014 disponibile sul sito *internet* www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24090/capelli_i.pdf.

approvazione e panoramica delle recenti modifiche

Allo scopo di dare attuazione alle nuove previsioni legislative introdotte con il Decreto Crescita 2.0, la CONSOB è intervenuta con un regolamento, delibera n. 18592/2013, successivamente sottoposto a revisione. Le modifiche sono state apportate con la delibera n. 19520/2016, il cui intento era semplificare la procedura dell'offerta tramite portali *online*.

L'Italia è stato il primo stato membro dell'Unione Europea ad essersi dotato di una normativa specifica sull'*equity crowdfunding*. Il processo ufficialmente ha preso il via il 18 ottobre 2012 con l'emanazione del Decreto Crescita 2.0 e si è sostanzialmente completato il 26 giugno 2013, con l'approvazione del Regolamento CONSOB di cui alla delibera n. 18592⁹¹.

Stanti le necessità di adeguare e integrare il proprio regolamento alle novità introdotte dal Decreto Crescita 3.0 (che ha ampliato l'ambito soggettivo degli offerenti potenziali e degli strumenti finanziari potenzialmente oggetto di offerta tramite portali *online*), a circa 2 anni dalla sua entrata in vigore la CONSOB ha avviato una nuova (e si aggiunge ampia, vista la durata e il numero di soggetti coinvolti) riflessione sull'impianto regolamentare, aprendo

⁹¹ CONSOB, *L'equity crowdfunding*, Position papers, Agosto 2016.

una consultazione pubblica sulle proposte di modifica al fine di raccogliere anche le considerazioni da parte degli operatori del settore. Detta consultazione, aperta il 19 giugno 2015, ha visto l'ampia partecipazione di numerosi ed eterogenei *stakeholders*. Il processo di revisione regolamentare "aperto" si è concluso il 24 febbraio 2016, con la delibera n. 19520 di approvazione delle modifiche regolamentari all'originario regolamento approvato con delibera n. 18592.

In particolare, nel dicembre del 2015 la CONSOB ha pubblicato una nuova consultazione in merito alle modifiche proposte per il regolamento che disciplina l'*equity based crowdfunding*. A gennaio 2016 è terminato il tempo concesso dall'autorità per presentare le proprie risposte⁹² e si è riscontrato che tali risposte sono pervenute da tutti gli operatori del settore, dalle piattaforme alle *start-up*, e anche da soggetti privati interessati al fenomeno⁹³.

È stato precisato che le proposte di modifica originano "da un lato dalla necessità di adeguamento alla mutata normativa primaria, dall'altro dalle osservazioni ricevute in sede di consultazione preliminare con riferimento alle

⁹² CONSOB. Relazione per l'anno 2014. Roma, 31 marzo 2015.

⁹³ Si rimanda al sito http://www.consob.it/web/consob/home/-/asset_publisher/xMXdfdeSuZFj/content/consultazione-emittenti-30-novembre-2015/10194.

procedure di sottoscrizione e all'esecuzione dell'ordine, ritenute eccessivamente onerose"⁹⁴.

Quanto alla necessità di adeguare la regolazione alle modifiche normative, muta anzitutto il titolo del Regolamento che ora, più genericamente, recita "*Raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*". Parimenti, vengono adeguate una serie di previsioni normative con riguardo alle specificità delle società ammesse all'*equity crowdfunding* in seguito al Decreto Crescita 3.0: il termine "emittente" è sostituito con "offerente"; le definizioni di "strumenti finanziari" e "offerta" inglobano ora anche gli strumenti finanziari offerti dai nuovi soggetti; è esteso alle PMI innovative l'obbligo di garantire l'*opt-out* all'investitore in caso di trasferimento delle partecipazioni di controllo; viene precisato l'obbligo, per gli OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio, ai sensi della lettera m dell'art. 1 del TUF), di fornire informazioni circa il proprio regolamento e statuto, ulteriori rispetto al *business plan*.⁹⁵

⁹⁴PIVETTA S., *Equity crowdfunding: pronto a decollare anche in Italia?*, Altalex, 2016. Disponibile all'indirizzo <http://www.altalex.com/documents/news/2016/01/28/equity-crowdfunding-italia>.

⁹⁵ Per la definizione di OICR e società di capitali che investono prevalentemente in *start-up* innovative e in PMI innovative v. Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, 30 gennaio 2014, art. 1, 2° comma, lett. "e) per "organismi di investimento collettivo del

Con riferimento alla sottoscrizione di una quota dell'offerta da parte di investitori professionali, la CONSOB annovera tra i soggetti ammessi a determinare il *closing* della campagna di *crowdfunding*, anche gli "investitori professionali su richiesta", così identificati in base alla rispondenza ai requisiti fissati dalla classificazione indicata nella direttiva MIFID⁹⁶. L'Autorità ha precisato di aver voluto escludere altre figure, quali i cd. *business angels*, dal novero dei soggetti abilitati a perfezionare l'offerta, a causa delle difficoltà riscontrare in sede di definizione giuridica degli stessi, evitando così di ingenerare un aumento della rischiosità dei finanziamenti in parola⁹⁷.

risparmio che investono prevalentemente in start-up innovative" si intendono quegli organismi di investimento collettivo del risparmio di cui all'art. 1, 1° comma, lettera m), del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, che, al termine del periodo di imposta in corso al 31 dicembre dell'anno in cui è effettuato l'investimento agevolato, detengono azioni o quote di *start-up* innovative di valore almeno pari al 70 per cento del valore complessivo degli investimenti in strumenti finanziari risultanti dal rendiconto di gestione o dal bilancio chiuso nel corso dell'anzidetto periodo di imposta; e lett. "f) per "altre società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative" si intendono quelle società che, al termine del periodo di imposta in corso al 31 dicembre dell'anno in cui è effettuato l'investimento agevolato, detengono azioni o quote di *start-up* innovative, classificate nella categoria delle immobilizzazioni finanziarie, di valore almeno pari al 70 per cento del valore complessivo delle immobilizzazioni finanziarie iscritte nel bilancio chiuso nel corso dell'anzidetto periodo di imposta".

⁹⁶ Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio.

⁹⁷ Revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on-line*. Documento "Esiti della consultazione".

È prevista, infine, la semplificazione della procedura di esecuzione dell'ordine, allo scopo di ridurre la complessità della transazione in termini di tempistiche e oneri finanziari, a prescindere dall'esistenza di alcuna soglia rilevante. Con l'obiettivo di rendere possibile lo svolgimento dell'intera procedura per via telematica, i gestori delle piattaforme avranno la possibilità di scegliere tra il modello di *opt-in*, dunque effettuando in proprio la verifica di appropriatezza dell'investitore, ovvero quello *default*, rendendosi pertanto necessario il controllo del possesso dei requisiti imposti dalla MIFID, da parte delle banche e delle imprese di investimento, sebbene in sostituzione del precedente questionario *online*. A tale proposito, i gestori interessati al modello *opt-in* dovranno comunicare le proprie determinazioni alla CONSOB almeno 60 giorni prima di procedere con l'adozione del medesimo. Peraltro, affinché i gestori siano ammessi al nuovo sistema, è richiesto loro che si organizzino con adeguate misure organizzative per effettuare le verifiche necessarie. L'Autorità, inoltre, precisa che, posta la recente modifica della direttiva MIFID II⁹⁸, in sede di recepimento della medesima, si renderanno

⁹⁸ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.

necessarie ulteriori attività di carattere integrativo. Infatti, da un lato i gestori “in esenzione” avranno l'obbligo di adesione a un sistema di indennizzo ovvero di stipula di un'assicurazione sui rischi professionali, dall'altro verrà rafforzata l'attività di vigilanza sui gestori svolta dalla stessa CONSOB, che andrà allineandosi a quella svolta dagli intermediari autorizzati.

Riassumendo, a seguito della fase di consultazione, il nuovo regolamento di cui alla delibera 18592/2013 presenta un numero di innovazioni non di poco rilievo. In primo luogo, si segnala l'ampliamento dell'ambito soggettivo degli offerenti e degli strumenti finanziari potenzialmente oggetto di offerta, come pure l'ampliamento del novero dei soggetti legittimati a sottoscrivere una quota dell'offerta in qualità di investitori professionali ai fini del perfezionamento della stessa. Sono state ammesse, infatti, due nuove categorie: (i) gli “investitori professionali su richiesta”, così come definiti dalla disciplina europea sulla prestazione dei servizi di investimento (MIFID); e (ii) gli “investitori a supporto dell'innovazione”, identificati da CONSOB sulla base di criteri oggettivi.

In secondo luogo, è stata introdotta la possibilità (*opt-in*), per i gestori che si dotino dei necessari requisiti organizzativi, di effettuare la necessaria

valutazione di appropriatezza nei confronti degli investitori direttamente sul portale, consentendo così lo svolgimento delle operazioni di investimento totalmente *online*. In tal caso le banche e le imprese di investimento cureranno esclusivamente la costituzione della provvista e l'esecuzione delle operazioni (senza necessità di stipulare un contratto quadro in forma scritta).

5.3. *Il Regolamento CONSOB di cui alla delibera 18592/2013: analisi della disciplina*

Con l'approvazione della delibera n. 18592, a partire dal 29 luglio 2013, è stata data la possibilità ai gestori di portali di iscriversi al Registro istituito ex art.50-*quinquies* del TUF ed un primo operatore è stato autorizzato il 18 ottobre 2013. Attualmente risultano iscritti 18 gestori di portali nella sezione ordinaria del Registro ed uno in quella speciale⁹⁹. Di questi, 10 hanno già proposto *online* offerte pubbliche¹⁰⁰. Complessivamente, dall'avvio del mercato, il sistema ha generato in Italia un volume di raccolta intorno ai 4,4 milioni di euro¹⁰¹.

⁹⁹ Il Registro dei portali di *equity-crowdfunding* autorizzati ad operare in Italia è consultabile all'indirizzo: <http://www.consob.it/web/area-pubblica/gestori-equity-crowdfunding>.

¹⁰⁰ OSSERVATORIO CROWDFUNDING, 1° Report italiano sul CrowdInvesting, Giugno 2016.

¹⁰¹ OSSERVATORIO CROWDFUNDING, 1° Report italiano sul CrowdInvesting, Giugno 2016.

Con l'applicazione del Regolamento CONSOB n. 18592/2013, come da ultimo modificato dalla delibera 19520/2016, le principali caratteristiche di un'operazione di *equity crowdfunding* hanno subito, in alcuni punti, una modifica. Di seguito saranno analizzate in dettaglio le caratteristiche di campagna di *equity crowdfunding* ai sensi della nuova versione del predetto Regolamento.

Quanto ai soggetti, l'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali *online*, si tratta di un'attività riservata a: (i) banche e imprese di investimento (cd. "gestori di diritto"); e (ii) gestori "autorizzati" dalla CONSOB e iscritti nella sezione ordinaria del registro.

Relativamente ai primi, banche e imprese di investimento non necessitano di autorizzazione specifica e sono annotati su richiesta nella sezione speciale del registro tenuto dalla CONSOB per l'esercizio dell'attività di gestore di portale per la raccolta di capitali *online*.

Quanto ai secondi, è necessario evidenziare che per tali soggetti la normativa applicabile prevede: a) l'esenzione rispetto alle regole MIFID «comuni» (art. 50 *quinquies*, comma 2 del TUF) relative allo svolgimento dei servizi di investimento (regole di comportamento, artt. da 21 a 25-*bis* del TUF

e prestazione a distanza, art. 32 del TUF), giacché per essi le regole di condotta *ad hoc*, da rispettare nelle relazioni con gli investitori, sono quelle definite dalla CONSOB (art. 50 *quinquies*, comma 5, lettera d, del TUF); b) il divieto di detenere i fondi raccolti (art. 25 del Regolamento CONSOB n.18592 del 2013), in quanto il gestore del portale assicura che, per ciascuna offerta, la provvista necessaria al perfezionamento degli ordini sia costituita nel conto indisponibile destinato all'offerente acceso presso banche e imprese di investimento (intermediari di deposito); e c) il divieto di esecuzione degli ordini (di sottoscrizione di quote), con obbligo di trasmettere gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari esclusivamente a banche e imprese di investimento (perfezionamento degli ordini dei clienti a cura di intermediari autorizzati: art.50 *quinquies*, comma 2 del TUF).

Per i gestori¹⁰², il Regolamento prescrive altresì requisiti aggiuntivi in relazione al controllo societario¹⁰³ e con riferimento ai soggetti che esercitano funzioni amministrazione, direzione e controllo¹⁰⁴.

¹⁰² MATARRESE A., *Il gestore del portale di crowdfunding*, Diritto 24, 25 maggio 2016.

¹⁰³ In particolare è previsto che coloro che detengono il controllo della società richiedente l'autorizzazione debbano dichiarare di 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; di non essere stati sottoposti a misure di prevenzione disposte dall'autorità giudiziaria; di non essere stati condannati con sentenza irrevocabile, salvi gli effetti della riabilitazione; di non aver riportato in Stati esteri condanne penali o altri provvedimenti sanzionatori per fattispecie corrispondenti a quelle che comporterebbero, secondo la legge italiana, la perdita dei requisiti di onorabilità (art. 8, primo comma Regolamento). Detti requisiti devono sussistere in capo a coloro che detengono il controllo della società richiedente o, nel caso in cui nessuno dei soci detenga il controllo, ai soci che detengono partecipazioni almeno pari al venti per cento del capitale della società o, ancora, ove il controllo o la partecipazione siano detenuti tramite una o più persone giuridiche, agli amministratori e al direttore generale ovvero per i soggetti che ricoprono cariche equivalenti, nonché per le persone fisiche che controllano tali persone giuridiche.

¹⁰⁴ Per i soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo in una società richiedente, il Regolamento prescrive all'art. 9 che posseggano gli stessi requisiti di onorabilità individuati dall'art. 8, comma 1, ed aggiunge che detti soggetti sono scelti secondo i "*criteri di professionalità e competenza fra le persone che hanno maturato una comprovata esperienza di almeno un biennio nell'esercizio di: a) attività di amministrazione o di controllo ovvero compiti direttivi presso imprese; b) attività professionali in materie attinenti al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo; c) attività d'insegnamento universitario in materie giuridiche o economiche; d) 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*". Possono altresì far parte dell'organo che svolge funzioni di amministrazione i soggetti, in ruoli non esecutivi che abbiano maturato una comprovata esperienza lavorativa di almeno un biennio nei settori industriale, informatico o tecnico-scientifico, a elevato contenuto innovativo, o di insegnamento o ricerca nei medesimi settori, purché la maggioranza dei componenti possieda i requisiti sopra previsti. Un aspetto molto interessante attiene alla limitazione individuata dal comma quarto dell'art. 9, in base al quale i soggetti che svolgono funzione di amministrazione, direzione e controllo non possono assumere o esercitare cariche analoghe

In relazione a un ulteriore elemento della campagna, l'offerta, questa deve avere un corrispettivo totale inferiore a 5 milioni di euro¹⁰⁵ - soglia prevista dalla Direttiva Prospetto¹⁰⁶ e dall'art. 34-ter, comma 1, lettera c), Reg. Emittenti CONSOB¹⁰⁷ - e può essere proposta a terzi solo attraverso portali *online*. Ciò significa che il proponente non potrà richiedere un investimento complessivo attraverso un portale che sia superiore a 5 milioni di euro.

In aggiunta ai requisiti necessari all'iscrizione, il Regolamento contiene anche prescrizioni relative alla condotta del gestore, che operano su due livelli diversi¹⁰⁸: un primo attiene alla previsione di veri e propri *standards*, ove sono contemplati obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza, volti a creare un assetto di regole che ponga i destinatari delle offerte, nelle medesime condizioni¹⁰⁹. Il secondo piano su cui si articolano gli obblighi di condotta è

presso società "concorrenti": è evidente, dunque, l'attenzione posta dal legislatore sulla garanzia di trasparenza e di correttezza dell'attività di gestione del "finanziamento".

¹⁰⁵ Cfr. Art.100-ter, c.1, TUF e Art.34-ter, lett c) Regolamento Emittenti adottato da CONSOB con Delibera n.11971 del 14 maggio 1999.

¹⁰⁶ Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE.

¹⁰⁷ Cfr. Delibera n.11971 del 14 maggio 1999.

¹⁰⁸ MATARRESE A., *Il gestore del portale di crowdfunding*, Diritto 24, 25 maggio 2016.

¹⁰⁹ Sul punto, l'art. 13 del Regolamento individua la *ratio* degli obblighi gravanti sul gestore dei portali, che sono volti ad evitare "*che gli eventuali conflitti di interesse che potrebbero insorgere nello svolgimento dell'attività di gestione di portali incidano negativamente sugli interessi*

correlato agli obblighi di natura informativa relativi al portale, all'oggetto dell'investimento e alle caratteristiche dell'offerta, e si esplicano sia nei confronti degli investitori (con alcune eccezioni per quelli professionali) sia della CONSOB¹¹⁰.

Il regolamento prevede infatti una serie di obblighi informativi a carico dei gestori dei portali, i quali devono mettere a disposizione degli investitori le informazioni sulle *start-up*/PMI innovative e sulle singole offerte attraverso apposite schede redatte secondo il modello *standard* allegato al Regolamento CONSOB¹¹¹. Quanto, invece, alle informazioni relative alle singole offerte, non è previsto alcun procedimento di approvazione da parte della CONSOB. Rilevano specifici obblighi informativi in relazione all'informativa fornita agli

degli investitori e degli emittenti e [ad assicurare] la parità di trattamento dei destinatari delle offerte che si trovino in identiche condizioni".

¹¹⁰ Gli obblighi informativi che riguardano il portale sono finalizzati a favorire il corretto adempimento degli obblighi di condotta in capo ai gestori mentre gli altri obblighi informativi sono diretti a rafforzare la consapevolezza dell'investitore rispetto ai rischi connessi con l'investimento. Il regime degli obblighi informativi è diversificato a seconda della tipologia di investitore, prevedendo che quando ci si trovi dinanzi ad investitori istituzionali i gestori sono beneficiati di regole più morbide, poiché non sono tenuti a rendere determinate informazioni.

¹¹¹ Cfr. Allegato 3, Reg. CONSOB n.18592/2013. Si tratta di un documento di lunghezza massima di 5 pagine per favorire la diffusione delle informazioni sulle singole offerte, la comparabilità delle stesse nonché la riduzione delle asimmetrie informative.

investitori quali: il *business plan* dell'offerente¹¹², i *curricula* dei promotori e dei componenti gli organi sociali, i rischi specifici dell'offerta, l'informativa contabile, *etc.*¹¹³. Rileva, in particolare, il nuovo assetto di obblighi informativi a carico dei gestori, modificati con la consultazione del 2015-2016. Il nuovo assetto di obblighi informativi sarà analizzato più avanti, con particolare riferimento agli impatti in tema di tutela del consumatore/investitore.

Il gestore, dunque, è tenuto a veicolare dall'emittente all'investitore i flussi informativi necessari per consentire a quest'ultimo una adeguata valutazione dell'investimento. Inoltre, si tenga presente che al meccanismo di tutela "conoscitiva" si affiancano ulteriori meccanismi di protezione dell'investitore, che può decidere di non dar seguito all'impegno assunto o a ottenere la liquidazione del proprio investimento¹¹⁴.

¹¹² Si tratta di un documento che deve riportare gli obiettivi, le finalità e le strategie dell'attività che l'imprenditore intende svolgere in futuro. Il *business plan* è un documento prospettico riferito a un orizzonte temporale di 3 - 5 anni in cui l'imprenditore formula i propri obiettivi e le modalità con cui intende raggiungerli. Tendenzialmente è composto da vari documenti che illustrano in maniera dettagliata le prospettive di sviluppo dei diversi ambiti aziendali, tra cui: il piano degli investimenti, il piano economico, il piano patrimoniale e il piano finanziario.

Nel *business plan* occorre valutare anche i fattori esterni quali il mercato di riferimento, il contesto macroeconomico dell'ambiente, il posizionamento strategico rispetto ai concorrenti.

¹¹³ Cfr. Artt.15, 16, Regolamento CONSOB n.18592/2013.

¹¹⁴ MATARRESE A., *Il gestore del portale di crowdfunding*, Diritto 24, 25 maggio 2016.

Infatti, quanto ai soggetti investitori/consumatori, prima di poter generare un ordine di sottoscrizione, questi devono effettuare un “percorso di investimento consapevole” da cui risulti la presa visione delle informazioni e la comprensione delle caratteristiche e dei rischi dell’investimento¹¹⁵. Le somme raccolte sono detenute in un conto corrente indisponibile destinato all’offerente presso una banca o una impresa di investimento. Ad essi, inoltre, si applicano le tutele previste dalla MIFID (identificazione e profilatura) per investimenti di importo superiore a determinate soglie, singolarmente considerate o su base annuale¹¹⁶, sempreché il gestore non abbia scelto di procedere direttamente alla verifica del livello di esperienza e conoscenza necessario agli investitori¹¹⁷. Laddove, invece, i gestori di portali non scelgano (*opt-out*) di effettuare la valutazione di appropriatezza, è stata eliminata¹¹⁸ la necessità di somministrare un questionario comprovante la piena comprensione delle caratteristiche e dei rischi degli strumenti (duplicazione delle attività che, in tali casi, le banche e le imprese di investimento dovranno

¹¹⁵ Cfr. art.15 Regolamento CONSOB n.18592/2013.

¹¹⁶ Cfr. art.17, Regolamento CONSOB n.18592/2013.

¹¹⁷ Cfr. art. 13, comma 5-*bis* Regolamento CONSOB n.18592/2013.

¹¹⁸ Cfr. art.15 Regolamento CONSOB n.18592/2013.

continuare a svolgere nei confronti degli investitori in applicazione della “disciplina MIFID”).¹¹⁹

Relativamente agli strumenti di capitale offerti in investimento attraverso il portale, questi possono essere liberati dai nuovi soci esclusivamente con sottoscrizioni in denaro e danno luogo ad un’agevolazione fiscale per l’investitore, legata al caso in cui l’investitore sia persona fisica o giuridica.¹²⁰

Tra le peculiarità del Regolamento certamente vi è il limite minimo di sottoscrizione del 5% dell’aumento di capitale oggetto di offerta, che deve essere sottoscritto da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di *start-up* innovative “certificati”¹²¹ o da investitori a supporto

¹¹⁹ CONSOB, *L’equity crowdfunding*, Position papers, Agosto 2016

¹²⁰ Cfr. art. 29 d.l. 179/2012 e art. 4, comma 9 d.l. 3/2015 e Circolare Agenzia delle Entrate N.16/E del 11/6/2014.

¹²¹ Sono i soggetti previsti e regolati dal d.l. 179/2012. In particolare, l’art. 25, comma 5, del d.l.179 del 2012 prevede che l’*“incubatore certificato è una società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano ovvero una Societas Europaea, residente in Italia ai sensi dell’articolo 73 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, che offre servizi per sostenere la nascita e lo sviluppo di start-up innovative ed è in possesso dei seguenti requisiti: i) dispone di strutture, anche immobiliari, adeguate ad accogliere start-up innovative, quali spazi riservati per poter installare attrezzature di prova, test, verifica o ricerca; ii) dispone di attrezzature adeguate all’attività delle start-up innovative, quali sistemi di accesso in banda ultralarga alla rete internet, sale riunioni, macchinari per test, prove o prototipi; iii) è amministrato o diretto da persone di riconosciuta competenza in materia di impresa e innovazione e ha a disposizione una struttura tecnica e di consulenza manageriale permanente; iv) ha regolari rapporti di collaborazione con Università, centri di ricerca, istituzioni pubbliche e partner finanziari che svolgono attività e progetti collegati a start-up innovative; v) ha adeguata e comprovata esperienza nell’attività di sostegno a start-up innovative”*.

dell'innovazione¹²². Per investitori "professionali" s'intendono i clienti professionali privati di diritto e su richiesta, nonché i clienti professionali pubblici di diritto e su richiesta; mentre sono definiti "investitori a supporto dell'innovazione" coloro i quali dispongono di un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a cinquecentomila euro, ed hanno 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 oppure hanno ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in una *start-up* innovativa o PMI innovativa, diversa dalla società offerente.

Questo limite era già presente nella versione precedente dell'art. 24 del Regolamento. Tuttavia, vale evidenziare che l'art. 24 della delibera n. 18592 è stato in particolare sottoposto ad una penetrante modifica con la revisione

La norma, che è stata oggetto di critiche da parte dei primi commentatori (G. MOSCA, *Start-up, via libera al regolamento del crowdfunding, ecco cosa cambia*, Il Sole 24Ore, 12 luglio 2013) perché accusata di rendere incerta l'operazione sulla base di un impegno, da parte dei soggetti qualificati, non dotato di reale efficacia: l'investitore *sponsor* sottoscrive le quote, così indirettamente avallando la bontà dell'operazione, ma nulla impedisce che lo stesso rivenda le medesime partecipazioni non appena avvenuto il consolidamento.

¹²² Cfr. art.24, Regolamento CONSOB n.18592/2013

condotta ad inizio 2016. Nel testo originale era posto un vincolo limitativo al ricorso all'*equity-based crowdfunding*, richiedendosi che ben il 5% delle quote o strumenti finanziari fosse sottoscritto da un investitore professionale. La norma era presumibilmente dettata a fini cautelativi, confidando nella maggiore esperienza degli investitori professionali e nella convinzione che la loro presenza fosse indice di investimento relativamente sicuro e di meno rischio per gli investitori ¹²³. Questa disposizione, si è visto in fase applicativa, ha notevolmente limitato lo sviluppo dell'intero mercato dell'*equity-based crowdfunding* in Italia e dunque con la delibera 19520/2016, la disciplina è stata resa meno stringente, ammettendo che tale quota minima possa essere sottoscritta altresì da parte dei c.d. "investitori a supporto dell'innovazione". Si tratta di una nuova figura, delineata sulla base di due requisiti alternativi: avere effettuato almeno tre investimenti in *start-up* o PMI innovative negli ultimi due anni o esserne stati amministratori esecutivi per almeno un anno

¹²³ Sul punto anche FREGONARA E., *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Orizzonti del diritto commerciale, 2013, disponibile all'indirizzo www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24242/fregonara_e.pdf, e anche CAPELLI I., *L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*, Orizzonti del diritto commerciale, 2014 disponibile sul sito www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24090/capelli_i.pdf.

(con la precisazione che tale carica non deve essere stata ricoperta nella medesima società offerente).

Infine, con particolare riferimento agli investitori non professionali, questi godono ai sensi del regolamento CONSOB n. 18592/2013 di particolari tutele, quali: il diritto di recesso¹²⁴, immotivato e senza spesa, entro 7 giorni dall'ordine di adesione (*ad nutum*) ed il diritto di revoca¹²⁵ dell'investimento se, durante l'offerta, intervengono fatti nuovi o errori materiali; nonché la previsione negli statuti dell'emittente di specifiche clausole a tutela delle minoranze (*tag-along* e pubblicità dei patti parasociali)¹²⁶.

Alla luce di quanto sopra, una società interessata a raccogliere capitali di rischio attraverso l'*equity-crowdfunding* deve in primo luogo mettersi in contatto col gestore di un portale, e dunque avviare la campagna predisponendo anche la documentazione e le informazioni necessarie. Spesso è richiesta la realizzazione breve filmato di presentazione, l'impostazione di una campagna di *marketing*, la predisposizione di un *business plan* solido e soprattutto adottare la necessaria delibera dell'assemblea straordinaria di

¹²⁴ Cfr. art.13, comma 5 Regolamento CONSOB n.18592/2013.

¹²⁵ Cfr. art.25, comma 2 Regolamento CONSOB n.18592/2013.

¹²⁶ Cfr. art.24, Regolamento CONSOB n.18592/2013.

aumento del capitale sociale¹²⁷, previo adattamento dello statuto e formulazione della proposta di investimento (titoli di capitale in cambio di sottoscrizioni in denaro).¹²⁸

In conclusione, con l'introduzione dell'*equity-based crowdfunding* le imprese italiane in esame possono offrire i loro strumenti finanziari (ed anche le loro quote) su un portale *online*, il cui gestore non dovrà necessariamente essere un intermediario istituzionale. Qui chiunque vi abbia interesse potrà accedere e finanziare la società acquistandone le partecipazioni sociali, che potranno oggi essere rappresentate da categorie variamente caratterizzate. Lo strumento così delineato, che l'Italia ha introdotto come *first mover* rispetto ad altri ordinamenti (seguita in brevissimo tempo dagli Stati Uniti e dal resto d'Europa) non ha dato tuttavia buona prova di sé. Dal 2013 ad oggi sono pochi gli intermediari autorizzati iscritti nel registro CONSOB (meno di venti) e ancora meno sono le operazioni di *crowdfunding* effettivamente concluse (quattro nei primi due anni).

¹²⁷ Sul tema dell'aumento del capitale sociale, per le S.p.A., v. CAGNASSO, *Le modifiche statutarie e il diritto di recesso*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Gastone Cottino, volume quarto, Padova, 2010, pag. 970 ss.; per le s.r.l., v. CERRATO, *Aumenti di capitale e diritti del socio di s.r.l.*, in *Le nuove s.r.l.*, diretta da M. Sarale, Zanichelli, Bologna, 2008, pag. 761 ss.

¹²⁸ CONSOB, *L'equity crowdfunding*, Position papers, Agosto 2016.

A fronte del tentativo legislativo di favorire una disintermediazione bancaria con l'avvento dei nuovi gestori non istituzionali e favorendo il contatto diretto tra imprenditore e risparmiatore, il *crowdfunding* avrebbe dovuto costituire *“un canale alternativo di promozione delle proprie iniziative direttamente nei confronti dei risparmiatori, riducendo i costi di intermediazione a fronte di una maggiore responsabilizzazione nelle scelte di investimento”*. Ma l'attaccamento della tradizione culturale italiana alla proprietà imprenditoriale e la scarsa propensione alla frammentazione della stessa ha condotto al fallimento di tale normativa, potendo oggi solo auspicare che la revisione CONSOB sia in grado di favorirne una rinascita.

CAPITOLO III

La disciplina dell'*equity crowdfunding* in Europa e negli USA

SOMMARIO: 1. INTRODUZIONE – 2. LA POSIZIONE DI ESMA - 3. ALCUNI ESEMPI DI REGOLAZIONE DEL *CROWDFUNDING* IN ALTRI PAESI – 3.1. IL *CROWDFUNDING* NEL REGNO UNITO – 3.2. IL *CROWDFUNDING* IN FRANCIA - IL *CROWDFUNDING* IN GERMANIA – 3.4. IL *CROWDFUNDING* NEGLI STATI UNITI D'AMERICA

* * *

1. Introduzione

In ambito europeo, non si sono delineati da subito veri e propri quadri normativi esaurienti in relazione al *crowdfunding*. In particolare, nella fase iniziale di diffusione dello strumento sono stati diffusi alcuni documenti pubblicati dalle Autorità di vigilanza del settore finanziario a fini illustrativi delle caratteristiche delle varie tipologie di *crowdfunding*, dei rischi per l'investitore e degli impianti legislativi vigenti, allo scopo di evidenziare l'assenza di uniformità nella normativa a livello europeo¹²⁹. In Europa i portali *online* operano secondo modalità differenti, seppure sotto l'egida delle autorità nazionali e dell'European Securities and Market Authority, che nel

¹²⁹ Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 31 luglio 2015, "Il Crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e attività."

settembre del 2012 ha pubblicato una “Avvertenza per gli investitori” relativa alle “Insidie dell’investimento on-line”¹³⁰. La conseguenza della mancanza di una regolamentazione unica e armonizzata su base europea è stata una significativa eterogeneità dei modelli regolamentari in materia di *equity crowdfunding*.

Come analizzato nel Capitolo I, in Europa, il mercato del *crowdfunding* vale complessivamente 3 miliardi di euro. Escludendo il Regno Unito, che da solo incide per il 75% degli importi totali, il resto d’Europa ha raccolto 620 milioni di euro nel 2014, con un tasso medio di crescita del 115% negli ultimi tre anni. Tra le varie tipologie, il credito al consumo peer-to-peer rappresenta il segmento più ampio, con 274,62 milioni di euro, mentre il *reward-based crowdfunding* si è attestato a quota 120,33 milioni di euro, seguito dal *lending peer-to-business* (93,1 milioni di euro) e dall’*equity crowdfunding* (82,56 milioni di euro)¹³¹.

Il presente capitolo, analizzerà il fenomeno del *crowdfunding* in chiave comparatistica. In particolare, dopo una breve descrizione delle valutazioni

¹³⁰ Cfr. ESMA27/09/2012, *Advice and letters, Securities and Markets Stakeholder Group*.

¹³¹ Si veda, MASSOLUTION REPORT, disponibile all’indirizzo: <http://research.crowdsourcing.org/2013cf-crowdfunding-industry-report>

delle autorità di settore quali ESMA ed EBA, verranno analizzate in dettaglio le normative in tema di *crowdfunding* di alcuni paesi europei (Regno Unito, Francia, Germania) e degli Stati Uniti d'America.

2. La posizione di ESMA

L'Autorità Europea degli strumenti finanziari e dei mercati - ESMA è un organismo dell'Unione europea istituita con regolamento n. 1095/2010/UE che, dal 1° gennaio 2011, ha il compito di sorvegliare il mercato finanziario europeo. A essa partecipano tutte le autorità di vigilanza bancaria dell'Unione europea. Tra i propri scopi, l'ESMA ha quello di contribuire alla salvaguardia della stabilità del sistema finanziario dell'Unione, assicurando l'integrità, la trasparenza, l'efficienza e il funzionamento del mercato azionario e, allo stesso tempo, di aumentare la protezione dell'investitore¹³².

Il 18 dicembre 2014 l'ESMA ha pubblicato due documenti in relazione agli impatti che la normativa comunitaria potrebbe avere sulle attività di *crowdfunding* all'interno dell'Unione. Un *Advice*, indirizzato alle istituzioni europee (Commissione, Parlamento e Consiglio) con cui si sottolinea come sia altamente consigliato introdurre specifiche norme che consentano di

¹³² Cfr. <https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are>

derogare alle normative attualmente esistenti sui servizi e le attività finanziarie per le attività di crowdfunding¹³³, e una *Opinion*, indirizzata alle autorità di vigilanza nazionali che fornisce alcuni importanti chiarimenti su come l'attività di *crowdfunding* debba essere considerata alla luce del quadro regolamentare europeo¹³⁴.

In particolare l'ESMA ha rilevato un consistente rischio di interpretazioni divergenti della legislazione esistente, evidenziando che il sistema non è stato concepito per questa particolare tipologia di business nello specifico. Una ricerca condotta congiuntamente da EBA e ESMA ha evidenziato che le interpretazioni errate della disciplina Europea sono molteplici, questo ha avuto come esito che molte piattaforme si siano collocate al di fuori del quadro regolamentare. L'ESMA ha infatti auspicato che tale disamina possa essere base di discussione e riflessione per le singole autorità nazionali con le piattaforme esistenti e di definizione di una

¹³³ Cfr. *Advice Investment-based crowdfunding*, ESMA/2014/1560. Disponibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1560_advice_on_investmentbased_crowdfunding.pdf ove l'Autorità ha rilevato attraverso una ricerca congiunta con l'EBA che il fenomeno del crowdfunding, data la sua recente origine, è ancora scarsamente regolato.

¹³⁴ Cfr. *Opinion - Investment-based crowdfunding* - ESMA/2014/1378. Disponibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf.

disciplina riguardante la natura, i costi e i potenziali benefici con le entità che verranno a crearsi in futuro.¹³⁵

L'*Opinion*, dopo aver evidenziato gli aspetti salienti del *crowdfunding*, specifica che il ruolo delle piattaforme è formalmente ridotto alla fornitura di informazioni su potenziali investimenti. Tuttavia la maggior parte delle piattaforme ha predisposto regolamenti orientati alla diligenza che possano garantire agli investitori che le informazioni riportate nei "*pitch*" siano veritiere e non fuorvianti. Dall'analisi operata dall'ESMA, emerge chiaramente come le politiche degli intermediari sono poco omogenee, una parte importante di questi soggetti mantiene un distacco netto dei confronti del progetto, taluni invece giudicano e guidano l'investitore nella scelta, permettendo talvolta anche di seguire gli sviluppi del progetto in prima persona¹³⁶. All'interno della sezione dedicata ai rischi e alle possibili criticità dell'*Opinion* è presente, infatti, la necessità di un ripensamento della "*due diligence*" demandata alle singole piattaforme perché questa caratteristica

¹³⁵ Cfr. Advice *Investment-based crowdfunding* - ESMA/2014/1560. Disponibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1560_advice_on_investmentbased_crowdfunding.pdf.

¹³⁶ Cfr. Advice *Investment-based crowdfunding* - ESMA/2014/1560. Disponibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1560_advice_on_investmentbased_crowdfunding.pdf

potrebbe ingenerare dubbi e convinzioni errate in capo all'investitore su quale sia l'effettivo controllo che le piattaforme effettuano sul "project"¹³⁷.

Altrettanto varia, rileva l'ESMA, è la remunerazione delle piattaforme che può avvenire attraverso l'applicazione di una percentuale al "project owner" o la richiesta di una "fee" direttamente all'investitore.

La conclusione dell'ESMA è senz'altro positiva nella disamina del fenomeno pur generando la necessità di una disciplina che lo corregga o lo indirizzi al meglio. In particolare, implementando le capacità critiche degli investitori e assicurando una completa informazione su quali possano essere i rischi riscontrabili. Rendendo, inoltre, manifeste le responsabilità. Ultimo spunto di riflessione proposto è di ideare un meccanismo che protegga gli *asset* del cliente distinguendoli da quelli della piattaforma senza però proteggere quest'ultimo dal rischio d'impresa.

3. Alcuni esempi di regolazione del *crowdfunding* in altri paesi

Sotto il profilo della tutela degli investitori, in assenza di coordinamento a livello comunitario, l'intervento dei singoli Stati Membri volto a regolare il

¹³⁷ Cfr. Opinion - *Investment-based crowdfunding* - ESMA/2014/1378, par. 28. Disponibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf.

fenomeno ha registrato interventi, autonomi e separati tra loro. Alcuni Stati sono già intervenuti, con tempistiche diverse, dopo aver seguito una fase ove i diversi ordinamenti si limitavano alla pubblicazione di documenti di “avvertenza” che evidenziano principalmente due aspetti: (i) che le attività di sollecitazione all’investimento promosse dai gestori non ricadono nella sfera di competenza delle autorità di vigilanza; e (ii) che si tratta di attività che, a loro volta, esulano dall’ambito di applicazione dei sistemi alternativi alla giustizia ordinaria per la soluzione di eventuali controversie in materia di investimenti finanziari.

Di seguito un quadro della situazione in alcuni paesi selezionati. In particolare, verranno analizzate le normative di Regno Unito, Francia, Germania e Stati Uniti.

3.1. Il crowdfunding nel Regno Unito

Nel Regno Unito, il *crowdfunding*, in tutte le sue forme, continua a crescere e prosperare in tutto il paese. Essendo un ordinamento che abbraccia tutti e quattro i modelli principali di *crowdfunding*, il Regno Unito ha goduto di un mercato vivace e innovativo da alcuni anni che ha favorito la fiducia dei soggetti partecipanti, sia sul lato della domanda sia sul lato dell'offerta.

Parallelamente alla consapevolezza dello strumento, cresce anche la sua applicazione in sempre più numerosi settori e progetti¹³⁸.

I volumi del fenomeno nel Regno Unito sono rilevanti: il modello *donation* ha registrato 12 milioni di sterline nel 2015, lo stesso anno il modello *reward* ha registrato circa 42 milioni di sterline. Ma, i volumi più importanti sono rappresentati dall'*equity*, che ha registrato nel 2015 oltre 300 milioni di sterline e soprattutto dal *lending* che ha registrato quasi 2 miliardi di sterline.¹³⁹

Con riferimento alla normativa, il *crowdfunding* nel Regno Unito è oggetto di una regolamentazione specifica in relazione al modello *equity* e *lending*. L'organismo di regolamentazione è la Financial Conduct Authority (FCA), che ha introdotto una nuova gamma di regole per il settore *lending* nel mese di aprile 2014 e, allo stesso tempo, alcuni requisiti aggiuntivi per le piattaforme di *equity crowdfunding*¹⁴⁰. Prima di questo intervento, il settore del *peer-to-peer lending* non era formalmente regolato, in quanto non si riteneva fosse possibile ricondurlo a una regolamentazione esistente.

¹³⁸ CROWDFUNDINGHUB, *Current State of Crowdfunding in Europe*, Luglio 2016.

¹³⁹ CROWDFUNDINGHUB, *Current State of Crowdfunding in Europe*, Luglio 2016. Pag. 63

¹⁴⁰ Si veda <https://www.fca.org.uk/consumers/crowdfunding>

Con riferimento al modello *equity*, il fenomeno era già in sostanza regolato, anche se nell'aprile 2014 si è reso necessario apportare alcune modifiche. In particolare, l'offerta di azioni, *depository receipts* e altri strumenti finanziari veniva inquadrata come sollecitazione al pubblico: come tale, nel mercato *retail* non poteva essere rivolta a investitori non qualificati se non da parte di un intermediario autorizzato, a meno di ricadere in una delle previste ipotesi di esenzione. Di fatto, alcuni operatori di *equity-based crowdfunding* operano nell'ambito della disciplina dell'intermediazione finanziaria quali intermediari autorizzati dalla *Financial Conduct Authority (FCA)*, mentre altri operano in regime di esenzione¹⁴¹.

La regolazione attuale del *equity crowdfunding* nel Regno Unito si configura attraverso il conferimento di una licenza alle piattaforme di *equity crowdfunding*, secondo il Markets Act del 2000 e con la conseguente osservanza dei requisiti previsti dalla disciplina di riferimento.

Sotto un ulteriore profilo, la *FCA* - in linea con la precedente autorità di settore, la *Financial Services Authority (FSA)* - dopo avere segnalato l'alto profilo di rischio insito nel *crowdfunding* in considerazione, tra l'altro, del

¹⁴¹ CROWDFUNDINGHUB, *Current State of Crowdfunding in Europe*, Luglio 2016, pag. 63.

difficile recupero (sotto forma di dividendi o altro) di anche solo una parte del capitale investito – ha sottolineato l'importanza della comprensione delle conseguenze derivanti da tale tipologia di investimento e il fatto che eventuali controversie con i gestori di *platforms* siano sottratte alla competenza del *Financial Ombudsman Service* e non siano contemplate tra le forme di investimento supportate dal *Financial Services Compensation Scheme*, da cui potrebbero conseguire difficoltà e oneri per l'investitore nella tutela delle proprie ragioni.

In relazione ai pagamenti elettronici, il Regno Unito ha adottato nel 2012 il *Payment Service Regulation* (PSRs) che implementa la direttiva SEPA, e prevede l'obbligo per l'operatore della piattaforma di richiesta alla FCA di un'ulteriore autorizzazione nel caso in cui offra servizi di pagamento.

Nel marzo 2014, dunque, la FCA¹⁴² ha pubblicato una revisione della regolamentazione del fenomeno del *crowdfunding*. In tale occasione, si è definito l'intervento regolatorio come un "tocco leggero", che è stato accolto favorevolmente dalla maggior parte degli operatori del settore. Infatti, in netto

¹⁴² Financial Conduct Authority. The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media. Feedback to CP13/13 and final rules. March 2014. <http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-04.pdf>.

contrasto con altri mercati, compresi gli Stati Uniti, la FCA ha preso una decisione volta a favorire il nascente mercato e così consentirgli di crescere ed evolvere senza regole debilitanti. Ha riconosciuto l'importanza vitale di facilitare la formazione di capitale in mercati inefficienti. In tal caso la FCA ha affermato *“che non vede un forte bisogno di modificare la rotta”*, dal momento che il sistema funziona¹⁴³ e che *“allo stato attuale, non vediamo alcuna necessità di cambiare il nostro approccio normativo sia per rafforzare la protezione dei consumatori o per rilassare i requisiti che si applicano alle imprese”*¹⁴⁴.

La FCA sta monitorando attivamente il mercato e, come è stato riportato in precedenza, sembra essere interessata a promuovere le piattaforme in espansione. La FCA ha istituito un processo di comunicazione con tutte le

¹⁴³ Financial Conduct Authority. The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media Feedback to CP13/13 and final rules. March 2014. <http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-04.pdf>.

¹⁴⁴ Sul punto, la FCA sostiene che l'investimento andrebbe riservato a *“sophisticated investors, high net worth investors, retail clients who receive regulated investment advice or investment management services from an authorised person; or retail clients who certify that they will not invest more than 10% of their portfolio (i.e. excluding their primary residence, pensions and life cover) in unlisted shares or unlisted debt securities. This reflects the fact that most investments in start-up businesses result in a 100% loss of investment (between 50% and 70% of new businesses fail in the early years). For non-advised clients, firms must assess appropriateness before allowing them to invest through the platform.”*. In proposito cfr. anche le considerazioni della FCA disponibili su http://www.fsa.gov.uk/consumerinformation/product_news/saving_investment.

piattaforme del Regno Unito, riconoscendo che queste imprese devono essere parte della fase di predisposizione della regolazione e partecipare attivamente poiché i regolamenti non sono un percorso a senso unico.¹⁴⁵

L'assenza di una regolamentazione *ad hoc* del fenomeno ha portato la FCA a suggerire di circoscrivere tale tipologia di investimento solamente agli investitori professionali - in quanto ritenuti gli unici in condizione di poter valutare le prospettive economico-finanziarie di società neo-costituite e frequentemente operanti in settori ad alto rischio, come quello tecnologico, che sono i naturali fruitori del *crowdfunding* - e a 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, dovrà comunque vagliare attentamente le informazioni fornite sul sito in modo che esse non integrino in alcun modo promozione dell'investimento o consulenza finanziaria, nel qual caso occorrerebbe la previa autorizzazione della FCA per l'esercizio di tali attività.

¹⁴⁵ ALVISI P., *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in Riv. dir. banc., 10, 2014

Spunto di riflessione e di rilevante interesse in materia di tutela dell'investitore è *Times Place Brasserie* relativo allo scopo di rilevare un ristorante esistente a Londra. Nel gennaio 2014, questo proponente ha ottenuto 150.000 sterline attraverso la piattaforma Seedrs, non riuscendo però a raggiungere un accordo con il vecchio proprietario del ristorante, è stato costretto a ritirare l'opzione sul ristorante e a trasferire la realizzazione del progetto in una differente zona di Londra. Attraverso la lettura del *pitch* proposto da *Times Place Brasserie* si desume chiaramente che la location rappresentava un punto essenziale del business plan. Ecco quindi che si delinea un fenomeno che viene definito con il verbo "*to pivot*" che definisce un cambio di strategia "in corsa".

Il cambiamento di strategia rappresenta una pratica molto comune per le start-up e numerosi sono i casi di successo grazie alle modifiche apportate; questo che conseguenze genera in capo all'investitore? Naturalmente nel caso concreto gli investitori avrebbero dovuto far fronte a spese maggiori o dovuto affrontare la riduzione del guadagno atteso se il team avesse proseguito nell'idea indicata inizialmente. Ecco che risulta evidente che investire attraverso il *crowdfunding* nelle *start-up* significa finanziare un gruppo di persone piuttosto che finanziare l'idea in sé per sé; il valore aggiunto è dato

dalle persone che operano nel team, che formano quel microcosmo che spinge l'investitore a fidarsi.

3.2. Il crowdfunding in Francia

La Francia è stata tra i primissimi Stati membri ad accogliere il *crowdfunding*, con le prime piattaforme (*reward based* e *lending* senza maturazione di interessi) lanciate nel 2007/2008. Ad oggi in Francia si contano circa 140 piattaforme e a partire dal 2013 i volumi del mercato sono più che raddoppiati.¹⁴⁶ Nonostante una lenta decrescita, i modelli *reward* e *donation* costituiscono comunque le forme più diffuse (circa l'80% del totale). Ciononostante, le piattaforme di *lending* stanno crescendo rapidamente grazie a una nuova regolamentazione che consente di concedere prestiti con interessi alle imprese.

I volumi del fenomeno in Francia sono rilevanti: il modello *donation* ha registrato 8 milioni di euro nel 2015, lo stesso anno il modello *reward* ha registrato circa 42 milioni di euro. Ma i volumi più importanti sono rappresentati dall'*equity*, che ha registrato nel 2015 oltre 50 milioni di euro

¹⁴⁶ CROWDFUNDINGHUB, *Current State of Crowdfunding in Europe*, Luglio 2016, pag. 33.

ma soprattutto dal *lending* che ha registrato quasi 170 milioni di euro¹⁴⁷.

Con riferimento alla disciplina, la Francia è stata uno dei primi paesi in Europa a introdurre una regolamentazione specifica. A partire dal 1 ottobre 2014 sono stati introdotti due strumenti normativi: IFP (*Intermédiaire en Financement Participatif*) per il *crowdlending*, e CIP (*Conseiller en Investissement Participatif*) for *crowdinvesting* (*equity* e *bonds*).

In relazione al *lending*, ciascun privato in Francia può prestare fino a 1.000 euro produttivi di interessi o fino a 4.000 euro non produttivi di interessi. Alle imprese non è concesso offrire prestiti ad altre imprese attraverso piattaforme di *crowdfunding*. Dall'altro lato, chi prende il denaro in prestito non può superare complessivamente la somma di un milione di euro, per un periodo di maturità non superiore a 7 anni.

Dal dicembre 2015, una proposta di modifica governativa prevede la facoltà per i creditori di dedurre la perdita potenziale del mancato rimborso di un prestito *crowdfunding*, dagli interessi ricevuti da altri prestiti nel calcolo della rispettiva imposta sul reddito.¹⁴⁸

¹⁴⁷ CrowdfundingHub, *Current State of Crowdfunding in Europe*, Luglio 2016. Pag. 33

¹⁴⁸ CrowdfundingHub, *Current State of Crowdfunding in Europe*, Luglio 2016, pag. 33.

Dall'adozione del nuovo regolamento di ottobre 2014, 32 piattaforme di *equity* sono state registrate come CIP. Un CIP può occuparsi di azioni ordinarie o strumenti di debito a tasso fisso. L'importo massimo che può essere raccolto è di un milione. Alla CIP non è consentito fare comunicazioni in merito al suo progetto (è consentita solo la comunicazione istituzionale)¹⁴⁹.

L'altra opzione per le piattaforme di *equity* è quella di registrarsi come PSI (*Prestataire de Service d'Investissement* - prestatore di servizi d'investimento), che è uno status di livello comunitario. È però necessario un capitale minimo di 50.000 euro, se i fondi non vengono ricevuti dal pubblico, 125.000 euro se i fondi vengono ricevuti dal pubblico.

Per quanto riguarda la possibilità per le imprese di prestare ad altre imprese: è stato scelto lo strumento del voucher in denaro come strumento per attivare questa prestazione di servizi (al fine di preservare il monopolio bancario). Al momento il governo sta preparando anche questo strumento per le CIP.

¹⁴⁹ Si veda sul punto quanto previsto dal regolatore francese all'indirizzo: <http://www.amf-france.org/Reglementation/Dossiers-thematiques/Epargne-et-prestataires/Financement-participatif/Plateformes-de-financement-participatif---entr-e-en-vigueur-du-dispositif-r-glementaire-le-1er-octobre-2014-.html>

3.3. Il crowdfunding in Germania

La *Kleinanlegerschutzgesetz* (legge di tutela dei piccoli investitori) è la prima normativa tedesca che ha introdotto un quadro normativo per l'*equity crowdfunding* in Germania ed è entrata in vigore nel luglio 2015.

Con l'introduzione della *Kleinanlegerschutzgesetz* è stato regolato il *crowdfunding* mediante l'estensione dell'ambito di applicazione della preesistente *Vermögensanlagengesetz* (legge sui prodotti da investimento). In precedenza, infatti, in assenza di regolazione, la forma preferita di investimento nel settore del *crowdfunding* in Germania era rappresentata dai cd. prestiti con partecipazione ai profitti: un meccanismo di debito secondo il quale l'investitore prestava denaro al progetto in cambio della restituzione del capitale e della maturazione di interessi (*partiarische Nachrangdarlehen*) e questo meccanismo non era considerato come uno strumento di investimento. Attualmente, secondo la nuova impostazione normativa, tali prestiti, come anche tutti gli strumenti di investimento a questi assimilabili, sono trattati al pari di strumenti di investimento. L'intento è chiaro anche se si analizzano i lavori parlamentari¹⁵⁰: la massima tutela del consumatore-investitore. In

¹⁵⁰ CrowdfundRES, *Review of Crowdfunding Regulation & Market Developments for RES project financing in the EU*, Dicembre 2015. Disponibile all'indirizzo:

sostanza, la scelta tedesca è piuttosto originale una modalità unica di raccolta presso il *crowd* che sta a metà tra debito e capitale (*equity*), attraverso il prestito con partecipazione agli utili.

Il modello tedesco, con questa scelta, rappresenta uno dei modelli di regolazione dell'*equity crowdfunding* con il più alto livello di tutela del consumatore.

Il *Kleinanlegerschutzgesetz* prevede un ampio spettro di disposizioni innovative sotto il profilo della tutela del consumatore. In particolare, di seguito si riportano le modifiche normative più rilevanti. In primo luogo, i prestiti con partecipazione agli utili (*partiarische Nachrangdarlehen*) sono considerati come uno strumento di investimento e, come tali, fanno scattare i requisiti di prospetto previsti dalla normativa tedesca in tema di prodotti di investimento. È stata rafforzata la regolazione per tutti i prodotti di investimento come le cd. partecipazioni tacite (*stille Beteiligungen*), i diritti di partecipazione (*Genussrechte*) ed ora anche i prestiti con partecipazione agli utili in relazione a: (i) l'estensione del requisito del prospetto; (ii) l'estensione dell'obbligo di pubblicare un addenda al prospetto; (iii) regole più rigide per

<http://eurocrowd.org/category/facts-and-figures/position-and-white-papers/>.

il *marketing* di prodotti di investimento: sono state introdotte regole specifiche consistenti nell'obbligo di pubblicare avvisi informativi e una specifica avvertenza in relazione ad ogni attività promozionale connessa al *crowdfunding*.¹⁵¹

Ulteriormente è stato introdotto l'obbligo di predisporre un *fact sheet* di tre pagine (*Vermögensanlagen-Informationenblatt*) che deve contenere una comunicazione di avvertimento ben evidenziata e sono stati estesi i poteri dell'autorità tedesca BaFin.

Contestualmente a questa nuova regolazione, la novità più interessante sotto il profilo dell'approccio di policy normativo è l'introduzione di set di esenzioni della normativa applicabile in relazione ai prodotti di investimento al precipuo scopo di ridisegnare l'assetto normativo per favorire il *crowdfunding*. In particolare è stato previsto che: (i) non è necessario assolvere all'obbligo di redigere il prospetto fino al valore di 2,5 milioni di euro per ciascun progetto; (ii) l'ammontare totale dell'investimento di ciascun consumatore è limitato al massimo di 10,000 euro. Tuttavia se l'investimento supera 1,000 euro, l'investitore deve effettuare una dichiarazione relativa alla

¹⁵¹ CROWDFUNDINGHUB, *Current State of Crowdfunding in Europe*, Luglio 2016.

propria situazione patrimoniale; (iii) le persone giuridiche non sono soggette al limite di 10,000 euro per investitore; (iv) le piattaforme *online* devono dotarsi di una licenza; (v) è consentito recesso dall'investimento da parte dell'investitore; (vi) è previsto l'obbligo per l'investitore di confermare elettronicamente di aver compreso il contenuto dell'avvertenza inclusa nel *fact sheet*. Chiude il set di esenzioni una previsione di chiusura che stabilisce l'impossibilità di sommare le esenzioni previste per il *crowdfunding* con le altre esenzioni previste dalla normativa in materia di prodotti di investimento.¹⁵²

Sotto un profilo squisitamente operativo, il funzionamento del regolamento tedesco, nonostante possa apparire come estremamente restrittivo continua a rappresentare un modello di riferimento. Nel modello italiano, un investimento "in *equity*" rappresenta un acquisto di azioni o quote di una società da parte di un investitore. Attraverso tale acquisto, l'investitore diventa co-proprietario della società (o della *start-up*). Nel caso di prestiti con partecipazione ai profitti, secondo il modello tedesco, invece, gli investitori non diventano co-proprietari della *start-up*, ma ricevono una quota sia dei

¹⁵² CrowdfundRES, *Review of Crowdfunding Regulation & Market Developments for RES project financing in the EU*, Dicembre 2015. Disponibile all'indirizzo: <http://eurocrowd.org/category/facts-and-figures/position-and-white-papers/>.

profitti della start-up che dei proventi derivanti dall'eventuale *exit*, quindi la loro posizione, almeno in termini di aspettative sul ritorno economico dell'investimento, è simile a quella di un'azionista. Questo è il motivo per cui comunemente ci si riferisce ai finanziamenti a scopo di partecipazione sui profitti come partecipazioni "finanziarie" o "virtuali".

Dal momento che si tratta di partecipazioni virtuali, i prestiti con partecipazione al profitto possono essere progettati in modo relativamente flessibile. Hanno infatti alcune caratteristiche che l'*equity* non ha, mentre mancano alcune delle caratteristiche tipiche dell'*equity*. Pertanto, i prestiti con partecipazione al profitto, pur essendo certamente diversi dagli investimenti in *equity*, ne condividono l'impostazione di consentire agli investitori la partecipazione al successo finanziario della *start-up*.¹⁵³

In relazione alla partecipazione agli utili e ai proventi della *exit*, in entrambi i casi l'investitore riceve una quota dei profitti realizzati dalla società e dell'eventuale *capital gain* generato dalla *exit*. Ma, con l'eccezione che nel caso del prestito partecipativo tedesco il diritto ha una durata limitata nel tempo,

¹⁵³ ALLEGRENI F., *Equity crowdfunding: lo "strano" regolamento tedesco un'opportunità anche per l'italia?*, Crowdfundingbuzz, 12 aprile 2016.

mentre nel caso dell'*equity* non vi è alcun limite temporale, trattandosi di una porzione del capitale della società.

Sia nel caso del modello italiano, sia nel caso del modello tedesco, l'investimento dà diritto a un'obbligazione subordinata, nel senso che, in caso di insolvenza della società, in ciascuno dei due casi l'investitore non ha diritto al rimborso del proprio investimento, se non in quota residuale e, quindi, dopo che sono stati rimborsati gli altri creditori. Tuttavia, nel caso italiano è così per definizione, in quanto l'investimento è parte del capitale sociale. Nel caso del prestito partecipativo tedesco, fa invece parte del contratto, anche se non è chiara la priorità di rimborso rispetto agli azionisti.

Secondo l'impostazione del modello italiano, la distribuzione dei dividendi agli azionisti e la loro entità è una decisione dell'assemblea degli azionisti. Invece, nel caso del prestito partecipativo tedesco, se ci sono utili, la società è obbligata per contratto a distribuirne una parte pro-quota agli investitori come forma di remunerazione del prestito. Si tratta dunque di un vantaggio per l'investitore, che ha così la possibilità di monetizzare il proprio investimento anche prima di un'eventuale exit, indipendentemente dalle decisioni della società di distribuire o meno dividendi.

Con riferimento alle opportunità di disinvestimento, nel modello italiano, si diventa a tutti gli effetti soci e, dunque, l'investitore non può essere liquidato se non in caso di vendita della società e di cessione a un terzo delle proprie quote. L'investimento partecipativo in Germania ha invece una durata minima di 8 anni, prima dei quali non si può essere rimborsati, ma dopo i quali la società è obbligata a farlo. Alternativamente, l'investitore può anche decidere di non riscattare i propri fondi e di lasciarli investiti nella società, che, d'altra parte, non può decidere diversamente.

In conclusione, il prestito partecipativo tedesco appare una soluzione interessante. Soprattutto dal lato dell'investitore che è più "protetto" e riduce così il rischio del proprio investimento. E infatti, lo scopo del regolamento tedesco era proprio questo.¹⁵⁴

3.4. Il crowdfunding negli Stati Uniti d'America

Gli Stati Uniti sono stati il primo paese al mondo ad aver adottato una normativa *ad hoc* per regolamentare *l'equity crowdfunding*.

¹⁵⁴ KLÖHN, L., HORNUF, L., SCHILLING, T., *The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act: Content, Consequences, Critique, Suggestions*, 2 Giugno 2015. Disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2595773>.

L'approccio regolamentare negli USA è piuttosto assimilabile a quello visto in Italia tra il 2012 e il 2013. Infatti, all'intervento normativo primario – l'approvazione del JOBS Act nel 2012 – è seguita la normativa di livello secondario con l'emanazione di un Regolamento da parte della SEC – la *Securities and Exchange Commission* omologo statunitense della Consob.¹⁵⁵

Prima del 2012, anno in cui è stato emanato il JOBS Act, l'*equity crowdfunding* non era considerato legale, ai sensi del Securities Act 1933¹⁵⁶, per cui le *start-up* che volevano approcciarsi a questo tipo di operazioni tendevano a preferire il modello *reward crowdfunding*, in alternativa, avrebbero dovuto ricorrere all'offerta pubblica disciplinata e gestita dalla SEC.

Il JOBS Act ha previsto un intervento secondario, da parte della SEC: nel mese di ottobre del 2013, infatti, l'organo federale ha presentato la bozza di un regolamento di attuazione. Il regolamento è stato approvato il 30 ottobre del

¹⁵⁵ ALVISI P., *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in Riv. dir. banc., 10, 2014

¹⁵⁶ In seguito al crollo della borsa del 1929 negli Stati Uniti venne promulgato il Securities Act nel 1933. È un corpo di leggi che ha regolamentato per la prima volta l'offerta e la vendita di titoli azionari nel mercato primario. Lo scopo di questa norma è quella di permettere agli investitori di avere un'informazione completa e precisa per garantire investimenti oculati

2015 e ha attuato il Titolo III del JOBS Act, le cui norme sono efficaci dal 16 maggio 2016.

3.4.1. Il Jumpstart Our Business Startups

Il JOBS Act è un testo di legge emanato dal Congresso degli Stati Uniti, passato con un sostegno *bipartisan* e firmato dal Presidente Barack Obama il 5 aprile del 2012. È un insieme di leggi che ha come obiettivo il rilancio del mercato del lavoro e la ricerca di soluzioni per dare una nuova spinta all'economia americana.¹⁵⁷ È stato proprio il Presidente uno dei principali sostenitori dell'inserimento della disciplina del *crowdfunding* all'interno del JOBS Act.¹⁵⁸

L'approvazione del JOBS Act rientra in un più ampio progetto di stimolo dell'economia americana da parte dall'Amministrazione Obama, attraverso l'agevolazione di *start-up* e piccole imprese nel reperimento di capitali evitando gli stringenti standard imposti dalla legislazione americana, in

¹⁵⁷ TROISI F., GIUSTI A., *Crowdfunding: dai sogni ai soldi. Come finanziare i tuoi progetti evitando le banche*, Ed. Anteprima, 2014.

¹⁵⁸ Di seguito un breve estratto del discorso con cui il Presidente ha introdotto l'*equity crowdfunding*, considerandolo come uno strumento con cui un nuovo investitore si può interfacciare: "*to a big, new pool of potential investors – namely, the American people. For the first time, ordinary Americans will be able to go online and invest in entrepreneurs that they believe in*" Discorso disponibile online sul sito: <https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2012/04/05/remarks-president-jobs-act-bill-signing>,

particolare dal *Sarbanes-Oxley Act* e dal *Dodd-Frank Act* che limitavano l'offerta al pubblico di strumenti finanziari.

La motivazione principale di questo testo di legge è che le piccole aziende e le *start-up* vengono viste come coloro che possono riportare l'economia fuori dalla crisi, come è avvenuto durante le altre recessioni. Ma vista la congiuntura economica, non possono essere aiutate né dalle banche che non prestano più a soggetti con basso *rating*, né da compagnie di carte di credito che alzano i tassi di interesse sui prestiti, né da *private equity* o *venture capital* che investono su meno del 2% delle società che presentano il *business plan*. Di qui l'intendimento che l'*equity crowdfunding* sarebbe potuto essere uno dei modi per uscire dal *credit crunch*.¹⁵⁹

Il JOBS Act è formato da cinque sezioni. In particolare, il *Title II* e il *Title III* si occupano di disciplinare la raccolta di capitali attraverso *equity crowdfunding*.

I *Title I*, *V* e *VI* sono entrati in vigore con l'approvazione della legge, nel 2012, i restanti sono entrati in vigore nel corso del 2016.

¹⁵⁹ TROISI A., *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, Contratto e impresa, n. 2/2014, pg. 519-534

Il *Title I* si dedica alla delineazione di una nuova figura di società: l'*Emerging Growth Company*. Per rientrare in questa categoria una società non deve superare il limite massimo di un miliardo di dollari di ricavi lordi annui, nel suo ultimo anno fiscale. Un'*emerging growth company* ha dei privilegi che può sfruttare derivanti dalla sua natura di "azienda giovane". In particolare, è previsto che questo tipo societario: (i) sia esente dall'obbligo di divulgare le informazioni sulla remunerazione dei dirigenti; (ii) sia esente da alcuni requisiti, come ad esempio non è necessario che abbia più di due anni di revisione contabile per effettuare una *Initial Public Offering* ¹⁶⁰; (iii) totale esenzione relativa ai controlli interni di revisione; (iv) esenzione dal sistema obbligatorio di rotazione delle società di revisione, disciplina precedentemente adottata dalla SEC che prevede la rotazione dei revisori per garantire la loro indipendenza revisori e dunque la garanzia dei pubblici interessi degli investitori; (v) gode di regole meno rigorose sul tema della comunicazione con gli investitori. Le aziende sono, infatti, in grado di comunicare apertamente con gli investitori, purché questi ultimi vengano

¹⁶⁰ Per *Initial Public Offering* s'intende l'operazione con cui una società si affaccia alla quotazione sul mercato primario, per la prima volta. Lo fa offrendo azioni di nuova emissione (aumentando il capitale) o vendendo azioni già esistenti. (POTITO L., 2013, pg.4)

qualificati come acquirenti dei prodotti/servizi della società o investitori istituzionali qualificati.

Questo *Title I* prevede inoltre la possibilità da parte degli intermediari finanziari di pubblicare e distribuire un *Research Report*; un comunicato scritto che include informazioni, opinioni o raccomandazioni rispetto all'analisi dei titoli della società che ha lo scopo di fornire informazioni sufficienti per permettere all'interessato di prendere una decisione consapevole sull'investimento.

Il *Title II, Access to capital for jobs creators*, ha delegato alla SEC l'abolizione del divieto di sollecitazione per le *emerging growth companies*. Divieto ufficialmente abolito il 10 luglio del 2013, precedentemente introdotto dal *Securities Act 1933*. Per "divieto di sollecitazione" s'intende la proibizione di pubblicizzare un aumento di capitale, che fino a quel momento era consentito fare solo alle aziende quotate in borsa.

Questo *Title*, tuttavia, introduce un limite; le offerte di acquisizione di capitale di *start-up* innovative possono essere presentate solo da investitori accreditati e deve essere l'emittente stesso a garantire questa riserva in prima

linea. Poi un secondo controllo verrà fatto anche dalla piattaforma in cui vengono raccolte le offerte.¹⁶¹

Il *Title III*, nominato *Crowdfund Act* come acronimo di “*Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act*”, si dedica al trattamento e alla regolazione del fenomeno dell'*equity crowdfunding*. Diversamente dalle raccolte di capitale per *start-up* innovative, l'*equity crowdfunding* è aperto al pubblico indistinto, non occorre essere investitori accreditati. L'originale disegno di legge non prevedeva alcun obbligo per i portali di registrarsi nel registro detenuto e gestito dalla SEC, ma successivamente al Senato fu aggiunto l'obbligo di esservi iscritti.

Il *Title III* si occupa di delineare le linee guida per le raccolte di *equity crowdfunding* e dedica particolare attenzione ai tre attori: società emittenti, portali ed investitori.¹⁶²

¹⁶¹ La categoria di investitore accreditato è stata introdotta nel 1982 quando la SEC introdusse il Regolamento D con il quale venne definita per la prima volta la categoria investitore accreditato, del quale fanno parte i seguenti soggetti: (i) banche, assicurazioni, aziende d'investimento; (ii) gestori di fondi pensione, organizzazioni senza scopo di lucro o trust che abbiano un totale di attivo superiore a cinque milioni di dollari; (iii) amministratori, dirigenti o soci di una società di vendita di titoli; (iv) aziende i cui soci sono investitori accreditati; (v) persone fisiche il cui patrimonio sia superiore a un milione di dollari o che il reddito annuo degli ultimi tre esercizi sia superiore a duecento mila dollari.

¹⁶² PIATTELLI U., *Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Giappichelli Editore, Torino, 2013

Le società emittenti

Le emittenti, come già evidenziato, sono le imprese che raccolgono i capitali attraverso l'*equity crowdfunding*. Il ricorso all'*equity crowdfunding* è vietato agli intermediari finanziari, alle società quotate in mercati regolamentati e alle società che abbiano già effettuato offerte al pubblico e che siano registrate alla SEC.

Una società che si avvicina alla raccolta di capitali mediante *equity crowdfunding* ha una serie di obblighi informativi da rispettare ai sensi del *Title III*. Deve, infatti, indicare le seguenti informazioni alla SEC, ai potenziali investitori e alle piattaforme: (i) informazioni sulla sua forma societaria; (ii) il nome degli amministratori e di ogni persona che detenga più del venti per cento della proprietà del capitale della società; (iii) la descrizione del *business* che svolge l'azienda ed il *business plan* previsionale; (iv) un dettaglio sulle condizioni finanziarie previste per chi voglia investire sul progetto¹⁶³; (v) la

¹⁶³ Riguardo a quest'obbligo informativo, la normativa prevede un approccio diversificato: maggiore è il quantitativo di capitale che si intende investire, maggiori sono le informazioni che si ha diritto a ricevere. Per un'impresa che fa ricorso all'*equity crowdfunding* per una somma non superiore a cento mila dollari, l'unica informazione che dovrà fornire sarà la dichiarazione dei redditi più recente e il bilancio certificato dall'amministratore. Se l'offerta varia tra cento mila e cinquecento mila dollari il bilancio deve essere revisionato da un *auditor* indipendente, secondo le procedure e gli *standards* previsti dalla SEC. Solo se l'offerta è superiore a cinquecento mila dollari, il bilancio è oggetto di revisione contabile e deve fornire tutte le documentazioni che gli può richiedere la SEC.

descrizione degli scopi e della destinazione dei proventi raccolti; (vi) il target da raggiungere, la scadenza e l'aggiornamento sul progresso della raccolta; e (vii) la descrizione dell'assetto proprietario e della struttura del capitale della società.

Il ruolo dei portali-intermediari

Le operazioni di *equity crowdfunding* devono essere condotte attraverso le *platform* che devono essere registrate come *broker, dealer* o *funding portal*. Quest'ultima è una nuova figura introdotta dal JOBS Act, con una modifica alla *Section 3a* del Securities Exchange Act 1934¹⁶⁴. Il *funding portal* ha il divieto di offrire consulenze per investimenti, favorire operazioni a discapito di altre e gestire o detenere quote di fondi d'investimento.¹⁶⁵

L'intermediario deve essere censito sul registro della SEC e deve essere condotta una *due diligence* sull'assetto societario per ridurre ogni possibile rischio di frode. Il JOBS Act dà una definizione di portale come "ogni soggetto che operi come intermediario in un'operazione riguardante l'offerta o la vendita di

¹⁶⁴ Il Securities Exchange Act del 1934 è una norma emanata per disciplinare il mercato secondario di titoli negli Stati Uniti e per introdurre la Sec come organo di vigilanza. Per la prima volta è stata regolamentata la Borsa intesa come luogo fisico in cui vengono scambiati i titoli (azioni, obbligazioni) e la figura di *broker*, quale intermediario che gestisce la compravendita di persone terze, non collegate alle emittenti

¹⁶⁵ ALVISI P., *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in Riv. dir. banc., 10, 2014

titoli per conto di altri, unicamente ai sensi del Securities Act del 1933, e che non offra consigli o raccomandazioni agli investitori, non solleciti vendite o acquisti sul sito, non dia compensi ai dipendenti o agli agenti per favorire qualche offerta a discapito di altre e per fare in modo che non ci siano incentivi per la vendita di titoli spazzatura, non possieda titoli o gestisca titoli degli investitori per combattere la frode e non si impegni in attività che la SEC ritiene non appropriate”.

Gli investitori

Con lo scopo di garantire investimenti sicuri ai risparmiatori non accreditati, il Congresso ha aggiunto un limite entro il quale non è possibile finanziare un progetto. Ai sensi del *Title III*, se il patrimonio o il reddito annuo dell'investitore è inferiore a 100.000 dollari, egli non può investire più di 2.000 dollari o comunque il 5% del suo reddito annuo. Se invece è superiore a 100.000 dollari, il tetto massimo che può investire sarà 100.000 o il 10% del suo reddito, sarà lo stesso investitore ad autocertificare il suo patrimonio.

In base al tipo di investitore vi sono differenze anche sul tipo di raccolta. Se si tratta di *small transactions*, in cui le soglie sono basse, la società ha una serie di limiti e obblighi da osservare: (i) può raccogliere fino a un milione di dollari in un anno da un massimo di duemila investitori; (ii) ha l'obbligo di divulgare oltre al bilancio anche la dichiarazione dei redditi o una recensione

fatta da un revisore; (iii) dovrà informare su amministratori o soci che posseggano più del 20% delle quote; (iv) dovrà divulgare il prezzo dei titoli offerti, la quantità e il termine entro il quale scade l'offerta; e infine (v) ha l'obbligo di presentare una relazione annuale alla SEC.

Con riferimento al *Title IV, Small Issues Exemption*, il JOBS Act ha elevato il limite dell'esenzione a cinquanta milioni di dollari: i titoli venduti con questa esenzione possono essere offerti e venduti al pubblico, e sono senza restrizioni, nel senso che possono essere rivenduti in qualunque momento. Le uniche limitazioni includono un requisito, che il bilancio sia revisionato annualmente e rispetti altre condizioni, come l'offerta di dichiarazioni ai propri investitori.¹⁶⁶

Il *Title V, Reporting Company Threshold*, ha invece elevato la soglia entro la quale una società deve riferire alla SEC, ai sensi del 1934 Act. L'importo che fa scattare l'obbligo di segnalazione è alzato da un milione a dieci milioni di dollari.¹⁶⁷

¹⁶⁶ MARTIN T. A., *The Jobs Act of 2012: balancing fundamental Securities law principles with the demands of the crowd*, 2012. Disponibile all'indirizzo: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2040953. Questo limite è stato previsto dal "Regolamento A+" approvato dalla SEC il 19 giugno 2015.

¹⁶⁷ MARTIN T. A. (2012), *The Jobs Act of 2012: balancing fundamental Securities law principles with the demands of the crowd*, disponibile all'indirizzo:

In conclusione, il JOBS Act si muove seguendo linee apparentemente analoghe a quelle del Decreto Crescita 2.0, ma poi si differenzia per l'ambiente giuridico in cui si sviluppano le due norme e per decisioni politiche differenti.

Diversamente dal caso italiano, l'ordinamento statunitense ha disciplinato l'*equity crowdfunding* come un fenomeno di portata generale senza alcuna limitazione di carattere soggettivo rispetto al tipo di società che vuole fare una raccolta di capitali utilizzando questo strumento.

Ai sensi del JOBS Act, l'accesso all'*equity crowdfunding* è aperto a tutti, mentre secondo il Decreto Crescita 2.0 prevedeva inizialmente solo la particolare forma di *start-up* innovativa¹⁶⁸.

Contrariamente da quanto accade in Italia, per la riuscita della raccolta non è previsto che una quota minima debba essere riservata ad investitori professionisti.

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2040953

¹⁶⁸ FERRARINI G. (2013), *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, "crowdfunding" e mercati privati*, AGE, 2013, pg. 203-222

CAPITOLO IV

Impatto del fenomeno del *crowdfunding* sul consumatore

SOMMARIO: 1. INTRODUZIONE – 2. IL CONSUMATORE NELL’*EQUITY CROWDFUNDING*.
UNA DEFINIZIONE - 3. ANALISI DELLE AREE DI RISCHIO PER IL
CONSUMATORE-*CROWDFUNDER* – 3.1. IL RISCHIO DI PERDITA
DELL’INTERO CAPITALE - 3.1.1. IL RISCHIO DI PERDITA DEL CAPITALE E
I DIRITTI PREVISTI DAL CODICE CIVILE PER I SOCI - 3.1.2. IL RISCHIO DI
PERDITA DEL CAPITALE E IL ‘PROBLEMA’ DALLA FALLIBILITÀ DELLA
START-UP – 3.2. IL RISCHIO DI ILLIQUIDITÀ – 3.3. IL RISCHIO RELATIVO
ALLA MANCANZA DI UTILI – 3.4. IL RISCHIO DI TRUFFE - -4. IL RUOLO
DELL’INVESTITORE PROFESSIONALE – 5. LA RISPOSTA DEL
REGOLAMENTO CONSOB AI RISCHI PER IL CONSUMATORE – 6.
CONCLUSIONI

* * *

1. Introduzione

Nei paragrafi precedenti si è avuto modo di analizzare approfonditamente e sotto plurimi profili il funzionamento dell’*equity crowdfunding* e l’approccio normativo-regolamentare adottato in Europa e negli Stati Uniti. In questo quarto ed ultimo Capitolo si analizzeranno i fattori di rischio del fenomeno in relazione alle aree di tutela del consumatore. In particolare, l’analisi si focalizzerà sulle aree di tutela necessarie per il consumatore/investitore e, dopo aver considerato l’impatto delle modifiche

alla delibera Consob 18592/2013, si evidenzieranno le aree di rischio ancora scoperte.

2. Il consumatore nell'*equity crowdfunding*. Una definizione

In via preliminare, occorre individuare cosa si intende per 'consumatore' quando si fa riferimento al fenomeno dell'*equity crowdfunding*.

In primo luogo, vale evidenziare come nella delibera Consob 18592/2013 non sia prevista una definizione di consumatore, né tantomeno il termine è presente nell'articolato del regolamento sull'*equity crowdfunding*.

Questo, tuttavia, per la persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta (i.e. il consumatore così definito ai sensi del D.Lgs. 206/2005), non rappresenta un ostacolo a effettuare operazioni su un portale autorizzato. Il consumatore, così inteso, ricade nella categoria residuale degli "investitori diversi dagli investitori professionali". Gli investitori professionali sono definiti come 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

intermediari¹⁶⁹ 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.

Nei paragrafi successivi si farà frequentemente riferimento all'“investitore diverso dagli investitori professionali” attraverso la nozione di consumatore-*crowdfunder*, riferendosi alla persona fisica che investe in *equity crowdfunding*, che non è un professionista e che dunque agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta.

Il paragrafo che segue analizzerà le aree di rischio per il consumatore-*crowdfunder*.

3. Analisi delle aree di rischio per il consumatore-*crowdfunder*

I profili di rischio per la tutela del consumatore che investe attraverso l'*equity crowdfunding* sono molteplici e possono assumere forme diverse.

169 Adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche.

Il profilo di rischio relativo alla possibile asimmetria informativa rischia di rappresentare una sorta di barriera tra l'investitore e il portale che offre gli strumenti partecipativi.

Inoltre, con riferimento alla fase successiva alla sottoscrizione, il rischio di perdere l'intero capitale investito è certamente apprezzabile, attesa la natura e le caratteristiche dei soggetti destinatari dei finanziamenti mediante *crowdfunding*. L'emittente è un soggetto ad alto rischio, in ragione sia della fase di avvio dell'impresa che dei settori innovativi in cui opera, cui si unisce la conseguente necessità di tempi lunghi per lo sviluppo e la realizzazione del progetto.

Oltre che dalle ragioni appena descritte, un altro rischio è rappresentato dall'illiquidità derivante dalla natura degli strumenti finanziari. Gli strumenti finanziari come quelli acquistati durante la campagna di *crowdfunding* non possono essere negoziati in mercati organizzati per il periodo in cui la società può essere considerata una *start-up* innovativa (art. 25, comma 2 del Decreto Crescita 2.0) e quindi possono diventare "illiquidi", essendo più difficoltoso (se non a volte impossibile) liquidarli a un prezzo che ne rispecchi il reale valore.

Un ulteriore fattore di rischio deriva dalla redditività dell'investimento, poiché connotato dall'elevata difficoltà per la *start-up* di riuscire a generare, soprattutto nei primi anni, utili in grado di remunerare il capitale investito. Tale rischio è elevato anche in ragione della necessità di reinvestire gli eventuali utili per finanziare lo sviluppo dell'impresa. In ogni caso, per le *start-up* innovative non è consentito distribuire dividendi (ai sensi dell'art. 25, comma 2 del Decreto Crescita 2.0). Di conseguenza, appare ridotta la prospettiva di redditività per chi aderisce all'offerta, rappresentata solo dall'eventuale *capital gain*, derivante dal maggior valore conseguito al momento della vendita rispetto all'importo corrisposto all'emittente in fase di acquisto. Questo limite non si applica alle PMI innovative, che probabilmente potrebbero spianare la strada all'evoluzione del *crowdfunding*.

3.1. Il rischio relativo all'asimmetria informativa

Nello schema del *crowdfunding*, il portale riveste il ruolo centrale nella raccolta delle informazioni in merito agli strumenti offerti dalla *start-up* emittente. Si tratta di un ruolo strategico nella veicolazione delle informazioni nei confronti del consumatore e pertanto, data la sua posizione, contribuisce a ridurre le asimmetrie informative tra consumatori-*crowdfunders* ed emittenti.

Alla luce di ciò, è stata introdotta nel nostro ordinamento una disciplina volta – *inter alia* – ad affidare al portale una funzione determinante nella raccolta di informazioni dall'emittente e nella successiva diffusione al pubblico dei consumatori-*crowdfunders*. Il portale, infatti, è gravato da specifici obblighi funzionali a garantire che i consumatori-*crowdfunders* siano resi edotti dei peculiari rischi connessi all'investimento in *start-up* e, soprattutto, siano destinatari di comunicazioni chiare e aggiornate sull'offerta pubblicata, sebbene non sia prevista, tuttavia, una specifica responsabilità in capo al gestore.¹⁷⁰

Nel caso di specie, dunque, la società emittente è l'unica realmente a conoscenza della qualità degli strumenti finanziari offerti: un'informazione, questa, di cui il consumatore-*crowdfunder* non dispone ma che desidera ottenere per orientare in modo consapevole le proprie scelte di investimento. Differentemente da quanto accade nell'acquisto di ogni altro bene, infatti, l'investitore non può preventivamente ispezionare la qualità degli strumenti finanziari: questi sono beni intangibili, il cui reale valore emerge solo in

¹⁷⁰ Nell'Allegato 3 alla Delibera Consob 18592/2013 è chiarito che “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”.

seguito alla sottoscrizione e in ragione delle future *performance* della società.¹⁷¹

Di conseguenza, il consumatore-*crowdfunder* potrà correttamente valutare l'accuratezza del prezzo di sottoscrizione e la qualità stessa degli strumenti oggetto dell'offerta solo se l'emittente fornirà informazioni complete e veritiere.

Peraltro, avendo la campagna di *crowdfunding* il preciso scopo di ottenere quante più sottoscrizioni possibili, il problema che la *disclosure* da parte dell'emittente sia obbligatoria o volontaria non appare pienamente risolto¹⁷²: la società emittente, infatti, conserva comunque un incentivo ad agire opportunisticamente, ad esagerare o mentire nell'informazione divulgata, al fine di indurre il consumatore-*crowdfunder* a sottoscrivere la propria offerta.

Un contesto caratterizzato da asimmetrie informative e dal rischio di una *disclosure* fraudolenta fa emergere il maggior rischio che potrebbe derivare nel lungo periodo (che va oltre il semplice rischio di frode analizzato in seguito)

¹⁷¹ Sul punto, si veda l'analisi del ruolo assunto dal portale in IOVIENO C., *il portale nell'equity crowdfunding: un nuovo gatekeeper? Un'analisi alla luce della regolamentazione italiana e statunitense*, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, fasc.1, 2016.

¹⁷² Si veda ENRIQUES L., GILOTTA S., *Disclosure and Financial Market Regulation*, in MOLONEY N., FERRAN E., PAYNE J. (a cura di), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press, 2015, pp. 511 e ss., per una compiuta analisi della funzione della *disclosure* obbligatoria nei mercati finanziari.

in relazione al problema della “selezione avversa”. I consumatori-*crowdfunders*, incapaci di distinguere tra emittenti onesti e fraudolenti, scontano il prezzo che sono disposti a pagare per tutti gli strumenti finanziari, tenendo conto di una probabilità media di essere vittime di frode. Ciò potrebbe innescare una reazione a catena: gli emittenti di alta qualità uscirebbero dal mercato, non essendo in grado di ottenere un giusto prezzo per i propri valori mobiliari; gli emittenti di qualità medio-bassa sarebbero gli unici a restare, inducendo così gli investitori a scontare ulteriormente il prezzo, e così via. Questo porterebbe all’inevitabile fallimento del mercato.

Tale rischio, così delineato, non implica che l’esistenza di asimmetrie informative sia automaticamente in grado di condurre al rischio di “selezione avversa”, sebbene sia necessaria l’adozione di adeguate soluzioni di contenimento attraverso un’apposita segnalazione da parte dell’emittente, ovvero imponendo a quest’ultimo obblighi di *disclosure*.

Una prima strada percorribile, anche al fine di contenere i costi informativi di verifica¹⁷³ — e conseguentemente attenuare il sopradescritto

¹⁷³ Per una completa analisi della tassonomia dei costi informativi, classificati in costi di i) acquisizione; ii) elaborazione e iii) verifica delle informazioni, si veda GILSON R., KRAAKMAN R., *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Va. L. Rev.*, 70, 1984, pag. 594.

rischio di selezione avversa — è rappresentata dalla possibilità che sia la stessa società emittente a garantire l'accuratezza delle informazioni trasmesse, impegnandosi nei confronti dei consumatori-*crowdfunders* a non assumere alcun comportamento opportunistico.¹⁷⁴ In tal modo, la società emittente può segnalare in modo credibile, e senza far ricorso a soggetti terzi, la qualità delle sue informazioni. Questa impostazione, tuttavia, non può prescindere dalla peculiare natura della società emittente nell'ambito dell'*equity crowdfunding*.¹⁷⁵

¹⁷⁴ Con riferimento al termine “opportunismo” si intendono quei comportamenti che perseguono esclusivamente l'interesse personale e che implicano in qualche misura l'inganno, la mistificazione o la mala fede. Cfr. KLEIN V. B., LEFFLER K., *The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance*, in *J. Polit. Econ.*, 89, 1981, p. ag 615; GILSON R., KRAAKMAN R., *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Va. L. Rev.*, 70, 1984, p. 603. In tal senso già WILLIAMSON O., *The Economic Institutions of Capitalism*, New York, 1985, pagg. 47 e ss..

¹⁷⁵ Cfr. IOVIENO C., *il portale nell'equity crowdfunding: un nuovo gatekeeper? Un'analisi alla luce della regolamentazione italiana e statunitense*, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, fasc.1, 2016, pag. 3 che chiarisce come il principale meccanismo di segnalazione cui può far ricorso l'emittente è l'investimento nel proprio capitale reputazionale. Così facendo, laddove l'informazione dovesse rivelarsi falsa o comunque inesatta, l'emittente subirà un danno rappresentato dalla perdita della propria reputazione: la prospettiva di una perdita di reputazione *ex post* accresce, *ex ante*, il valore dell'informazione trasmessa. Il ricorso a tali soluzioni, peraltro, appare difficilmente concretizzabile nell'ambito del *crowdfunding*. Infatti, affinché l'investimento in capitale reputazionale possa funzionare come efficace meccanismo di segnalazione, è necessario che la reputazione abbia un valore per la società emittente. Ciò dipende, in primo luogo, dalle dimensioni dell'impresa: è indubbio che la reputazione di una piccola società sia, in termini assoluti, di minor valore rispetto a quella di una grande società. In secondo luogo, il valore della reputazione si accresce se l'impresa ricorre frequentemente ai mercati finanziari: in questo caso l'emittente ha scarsi incentivi ad ingannare gli investitori, giacché è consapevole che questi, a fronte di comunicazioni fraudolente, domanderanno un prezzo di sottoscrizione inferiore in una successiva offerta al pubblico. In altri termini, la reputazione è efficace come meccanismo di segnalazione nella misura in cui il danno reputazionale (di lungo termine) sia maggiore del profitto (di breve termine) derivante dalla sopravvalutazione di strumenti finanziari di scarsa qualità. Il *crowdfunding*, invece, si rivolge

Sotto un altro profilo, in assenza di meccanismi di segnalazione a disposizione della società emittente, si potrebbe ipotizzare l'introduzione dell'obbligo per gli emittenti di divulgare informazioni veritiere, senza alcuna omissione, pena l'applicazione di specifiche sanzioni.¹⁷⁶ Questo è quanto effettivamente accaduto anche con riferimento al *crowdfunding*, considerato che i legislatori nazionali, nel tentativo di contenere il rischio di frode, hanno introdotto una vasta serie di obblighi di trasparenza per le *start-up* nonché un apposito regime di responsabilità civile.¹⁷⁷ Tuttavia, il divieto di negligenza e di frode nella divulgazione delle informazioni mediante l'imposizione di una responsabilità "per fatto proprio" in capo al gestore è una soluzione alquanto limitata, quantomeno come meccanismo per assicurare la qualità della

essenzialmente a *start-up*, società appena costituite e ancora coinvolte nella fase iniziale della loro attività imprenditoriale. Siamo quindi in presenza di soggetti che ricorrono al mercato per la prima volta, privi di una pregressa reputazione o del tempo per consolidarne una nuova che possa essere offerta al mercato come garanzia di veridicità delle proprie informazioni.

¹⁷⁶ Cfr. ROMANO V. R., *The need for Competition in International Securities Regulation*, in *Theoretical Inq. L.*, 2, 2001, pag. 402, secondo la quale "it is inconceivable that a securities regime would have no liability for fraud or no financial disclosure requirement when investors have even a modicum of sophistication, as such individual would not invest in securities under such circumstances (or they would pay a trivial sum for shares). More important, as no reputable issuer would register under such a regime, it would not be adopted in a nation with public or multinational corporations that desire domestic registration".

¹⁷⁷ Cfr. *supra* Capitolo II.

disclosure avuto riguardo, anche in questo caso, alle peculiarità della società emittente.¹⁷⁸

Da qui, si apre allora lo spazio per ulteriori soluzioni, fondate non già sugli incentivi della società emittente a divulgare informazioni quanto più corrette e veritiere, bensì sul possibile ruolo rivestito dal gestore del portale come intermediario reputazionale in grado di certificare l'accuratezza e la veridicità delle informazioni fornite dall'emittente: il cosiddetto *gatekeeping*.¹⁷⁹ Questo approccio nasce dall'esigenza di assicurare che sia l'intermediario reputazionale stesso a non commettere frodi nella sua attività di certificazione in luogo della diretta prevenzione della commissione dell'illecito da parte della società emittente. A differenza della società emittente - che ha solo di che da guadagnare dall'illecito e nulla da perdere (specialmente se intende

¹⁷⁸ Come evidenziato, la società emittente nel *crowdfunding* è generalmente una *start-up*, vale a dire da un soggetto privo di un consistente patrimonio, che non ha nulla da perdere e rispetto al quale la minaccia di un risarcimento non opera come efficace deterrente (in altri termini, siamo in presenza di un soggetto "judgement-proof"). La previsione di una responsabilità civile dell'emittente in caso di divulgazione di informazioni false o incomplete, pertanto, pur costituendo una base imprescindibile di ogni regolamentazione dei mercati finanziari, non rappresenta – specialmente nel *crowdfunding* – una panacea per i problemi legati alla credibilità delle informazioni divulgate dalla *start-up*. Cfr. Sul punto IOVIENO C., pag. 4.

¹⁷⁹ Sul punto, IOVIENO C., cit. chiarisce che l'intervento di un terzo in qualità di *gatekeeper* non costituisce l'unica strada percorribile, potendo essere individuate soluzioni alternative e foriere di costi minori (rispetto a quelli derivanti dai servizi professionali offerti da un soggetto "certificatore").

raccogliere i capitali dal pubblico *una tantum*), il *gatekeeper* è titolare di un capitale reputazionale la cui perdita sarebbe indubbiamente maggiore del profitto, a breve termine, che gli deriverebbe dalla connivenza con la singola operazione fraudolenta.¹⁸⁰ Da qui deriva la maggiore credibilità dell'intermediario e, conseguentemente, la maggiore tutela dei consumatori *crowdfunders*.

Tuttavia, tenuto conto che la normativa regolamentare italiana non prevede obblighi giuridici di responsabilità in capo al portale, affinché quest'ultimo possa considerarsi *gatekeeper* è necessario per un verso che si trovi nella posizione di monitorare la commissione dell'eventuale illecito¹⁸¹, e che dall'altro sia in grado di impedire la commissione dell'illecito¹⁸².

¹⁸⁰ Per un approfondimento della figura degli intermediari reputazionali, si veda GILSON R., KRAAKMAN R., *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Va. L. Rev.*, 70, 1984, pag. 604 nonché CHEMMANUR T., FULGHIERI P., *Investment Bank Reputation, Information Production, and Financial Intermediation*, in *J. Financ.*, 49, 1994, pag. 57.

¹⁸¹ Il portale, deve considerarsi – cfr. IOVIENO, *cit.* – come un soggetto che in virtù di relazioni professionali o commerciali gode di particolari abilità o comunque beneficia di un accesso privilegiato alle informazioni che gli consentono di riconoscere agevolmente gli atti illeciti.

¹⁸² Deve escludersi, secondo IOVIENO, *cit.*, che il potenziale autore dell'illecito abbia accesso a più *gatekeepers*, così che il rifiuto di uno di essi di eseguire la prestazione richiesta (es. l'attività di certificazione) non gli impedisca di rivolgersi ad altri senza alcun costo (c.d. *serial multiple contracting*). Il *gatekeeper* deve offrire un servizio indispensabile e difficilmente sostituibile.

Avuto riguardo all'assetto delineato dalla normativa italiana, grazie alla natura del rapporto tra portale e società emittente, i portali si trovano in una posizione peculiare tale da contemperare i rischi derivanti da informazioni inesatte o false. In primo luogo, la partecipazione del portale alla fase preparatoria dell'offerta al pubblico consente al gestore di ottenere le dovute informazioni sulla società emittente; gli intermediari posseggono altresì le abilità e le risorse per raccogliere, valutare e verificare tali informazioni. Infine, i portali possono agevolmente incidere sul comportamento della società emittente, attraverso il diniego di pubblicare l'offerta e la conseguente chiusura del *gate* verso il pubblico mercato. Pertanto, la posizione di affiancamento rispetto alla società emittente consente al portale di certificare la qualità delle informazioni trasmesse da quest'ultimo¹⁸³.

3.2. Il rischio di perdita dell'intero capitale

Con l'investimento nella *start-up* o PMI innovativa il consumatore acquista una porzione del capitale dell'emittente e dunque diventa socio della società e di conseguenza partecipa all'intero rischio economico dell'attività

¹⁸³ RIZZO V. S., *Intermediari Finanziari ed Equity Crowdfunding: profili di compliance*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2, 2014 nonché anche IOVIENO, *cit*, pag. 8.

imprenditoriale. Queste particolari società sono neo costituite e operano in settori innovativi, quindi il rischio che il progetto imprenditoriale non vada a buon fine è molto più alto paragonato ad altre tipologie di società che operano già da tempo e in altri settori. Il rischio di insuccesso di una *start-up* innovativa è generalmente stimato sopra al 50%¹⁸⁴ nel primo anno di vita.

Il rischio che si corre investendo in una *start-up* innovativa è chiarito dalla stessa Consob e si riferisce al pericolo di perdere l'intero capitale investito¹⁸⁵. Per converso, se la *start-up* ha successo, la valorizzazione dell'investimento potrebbe raggiungere multipli dell'importo iniziale investito. Il sistema italiano a differenza di quello americano non pone un limite massimo all'investimento, ma punta sugli obblighi informativi e sulla consapevolezza dell'investitore.

Le criticità appena evidenziate, tuttavia, devono considerare un altro aspetto, ossia che le regole dettate per l'accesso al *crowdfunding* da parte di una *start-up* delineano la figura del sottoscrittore di strumenti finanziari - e

¹⁸⁴ LERRO A.M. *Equity crowdfunding, Investire e finanziare l'impresa tramite internet*, Milano, 2013

¹⁸⁵ Così si legge nella guida all'investimento predisposta da Consob "Equity crowdfunding... Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una *start-up* innovativa tramite portali on-line".

segnatamente di quote e partecipazioni azionarie - quale soggetto, persona fisica o giuridica, del tutto estraneo alla gestione della società e, per espressa previsione normativa, titolare di un investimento necessariamente contenuto. Pertanto, vale altresì considerare la circostanza che l'apertura della società a siffatte forme di investimento costituisce un'importante novità negli equilibri endosocietari ed impone di valutare se la presenza di questi soci possa determinare un'alterazione dei rapporti interni e possa richiedere un rafforzamento dei tradizionali strumenti di tutela o l'introduzione di forme innovative di salvaguardia degli interessi del *crowdfunder*.

3.2.1. Il rischio di perdita del capitale e i diritti previsti dal codice civile per i soci

Il rischio di perdita del capitale investito può essere altresì analizzato con riferimento alla normativa societaria prevista a tutela dei soci.

In particolare, il diritto di cui all'art. 2476 c.c. secondo comma, che attribuisce ai soci il diritto di ricevere dagli amministratori notizie sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare, anche tramite professionisti di loro fiducia, i libri sociali ed i documenti relativi all'amministrazione, in relazione al caso di una partecipazione acquisita attraverso *equity crowdfunding*, potrebbe non costituire un concreto beneficio, in quanto non

sarebbe economicamente conveniente per chi ha investito una somma modesta attraverso *l'equity crowdfunding* esercitare tali diritti.

Inoltre, con riferimento all'assetto dei controlli interni, come osserva la dottrina, poiché la legge pone stringenti limiti dimensionali per la *start-up innovativa*¹⁸⁶, risulta difficile ipotizzare che sussistano i presupposti per la nomina obbligatoria ex art. 2477 c.c. degli organi o dei soggetti aventi compiti di controllo¹⁸⁷. Ciò a meno di non voler valorizzare, anche andando oltre il senso letterale delle parole, la disposizione dettata per le società cooperative dall'art. 2543 c.c., norma che impone la nomina del collegio sindacale, non solo quando si verificano i casi previsti dall'art. 2477 c.c., secondo e terzo comma, ma anche quando la società emetta strumenti finanziari non partecipativi.

La nomina di un collegio sindacale, alla stregua di ciò che accade per le cooperative a tutela degli investitori in strumenti partecipativi, consentirebbe al sottoscrittore in titoli rappresentativi del capitale di rischio in una *start-up*, o a chi detiene tali titoli con riferimento ad una società nella fase di *exit*¹⁸⁸ dalla

¹⁸⁶ L'art. 25, secondo comma, lett. d) del Decreto Crescita 2.0 esige che, 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 sia superiore a 5 milioni di euro.

¹⁸⁷ CAGNASSO O., *I controlli nelle s.r.l.*, in *Giur. It.*, 2013, 11.

¹⁸⁸ Sul punto v. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*, relazione

condizione di accesso al regime agevolato, di poter contare su un efficiente controllo di legittimità e correttezza da parte dell'amministrazione, specialmente ove si consenta ai sottoscrittori di tali titoli di eleggere fino ad un terzo dei componenti dell'organo di controllo¹⁸⁹, nel caso in cui sia previsto dallo statuto, conformemente a quanto previsto dall'art. 2477 c.c., comma 3.

La presenza di un organo di controllo potrebbe, teoricamente, aprire la strada all'azionabilità dei provvedimenti previsti dall'art. 2409 c.c... Tuttavia, tale procedimento è di per sé difficilmente attivabile dai sottoscrittori di partecipazioni *crowdfunded*, sia a causa del tetto massimo previsto per l'investimento in capitale di rischio, che rende inverosimile il raggiungimento dell'aliquota di capitale prevista dal primo comma del medesimo articolo, sia a causa della mancanza di un'organizzazione interna dei sottoscrittori di

presentata al V Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di diritto commerciale "Orizzonti del diritto commerciale", dal titolo "L'impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia dei valori della crisi", Roma 21-22 febbraio 2014, in www.orizzontideldirittocommerciale.it, 14 e seg., ove l'a. svolge un'accurata riflessione sul tema ed in particolare sui criteri adottabili per la valutazione delle partecipazioni in caso di disinvestimento del *crowdfunder*, considerata l'oggettiva difficoltà di individuare un valore di mercato delle stesse.

¹⁸⁹ Ciò vale nel caso in cui la società non ricorra alla facoltà di designare un organo sindacale unipersonale, facoltà consentita per la prima volta dalla l. 12 novembre 2011, n. 183, e ora grazie alla nuova formulazione dell'art. 2477, primo comma, come previsto dall'art. 35 del d.l. 9 febbraio 2012, n. 5 (convertito in l. 4 aprile 2012, n. 35).

partecipazioni *crowdfunded* simile a quella che arricchisce la struttura delle s.p.a. emittenti obbligazioni e/o speciali categorie di azioni. Dunque, la presenza di investitori in capitale di rischio privi dei tradizionali connotati del socio imprenditore, induce a rivedere l'orientamento, al momento prevalente, che esclude nelle sole s.r.l. la possibilità di ricorrere al controllo giudiziario ex art. 2409 c.c.¹⁹⁰. Invero, nei casi qui descritti, il sistema, ben delineato nella sentenza della Corte Costituzionale n. 481 del 2005, come "*modellato sul principio della rilevanza del socio e dei rapporti contrattuali tra i soci*"¹⁹¹, si

¹⁹⁰ Così osserva SPIOTTA M., in "*Ravvedimento operoso*" o trasformazione "*con destrezza*", nota a Trib. Ascoli Piceno (ord.), 1° marzo 2013, in *Giur. It.*, 2013, 7.

¹⁹¹ Corte Cost. 29 dicembre 2005, n. 481, in *Foro it.*, 2006, I, 1293. Si ricorda che quella appena menzionata nel testo, ovvero l'avvenuta privatizzazione del controllo, non è l'unica ragione che porta ad escludere l'applicazione del procedimento di cui all'art. 2409 alle s.r.l.: una recente pronuncia della Suprema Corte, infatti, fonda il proprio orientamento su un piano strettamente letterale, cioè sulla mancanza di un richiamo espresso all'art. 2409 nella disciplina delle s.r.l., ritenendo generico il rinvio operato dall'art. 2477, quarto comma (Cass. civ., sez. I, 13 gennaio 2010, n. 403, in *Giur. It.*, 2010, 595, con nota di WEIGMANN R.). Il dibattito in giurisprudenza non è tuttavia sopito, in quanto l'applicabilità dell'istituto alla s.r.l. munita di collegio sindacale e a condizione che il ricorso sia presentato dai sindaci è stata ribadita da Trib. Milano 26 marzo 2010, in *Giur. It.*, 2010, 1624, con nota di CAGNASSO O.. Per la dottrina, si rinvia a ZANARONE G., I, 21 e II, 1165; BENAZZO P., *I controlli nella società a responsabilità limitata: singolarità del tipo od omogeneità della funzione?*, in *Riv. soc.*, 2010, 18 ss.; PRESTI G., *La s.r.l. e la scomparsa dell'art. 2409 c.c.: la difficile "elaborazione" del lutto*, in BENAZZO P., CERA M., PATRIARCA S. (a cura di), *Il diritto delle società tra persistenze e innovazioni. Studi in onore di G. Zanarone*, Torino, U.T.E.T., 2011, 417 e SCOGNAMIGLIO G., *L'azione di responsabilità dei singoli soci o dei terzi direttamente danneggiati*, in MOSCO G.D., REGOLI D., RESCIGNO M., SCOGNAMIGLIO G., *L'amministrazione. La responsabilità gestoria*, V, *Trattato delle società a responsabilità limitata* diretto da IBBA C. e MARASÀ G., Padova, Cedam, 2012, 297, in particolare 304 e 305.

contamina in virtù dell'ingresso di soggetti che acquistano la qualità di soci, ma sono privi delle prerogative e del potere contrattuale descritto nella citata pronuncia della Consulta.

3.2.2. Il rischio di perdita del capitale e il 'problema' dalla fallibilità della start-up

La valutazione del rischio di perdita del capitale investito non può poi prescindere da un aspetto rilevante in relazione alla disciplina normativa prevista per le *start-up*: il mancato assoggettamento a procedure concorsuali.

Come analizzato nel Capitolo II, il legislatore ha predisposto una disciplina di particolare favore per le *start-up* innovative, accordando ampie deroghe al diritto commerciale comune e una specifica disciplina dedicata alle situazioni di crisi.

L'art. 31 del Decreto Crescita 2.0 ha infatti stabilito al primo comma che le *start-up* innovative non sono soggette alla generalità delle procedure concorsuali di cui al R.D. n. 267 del 16 marzo 1942. Pertanto, la crisi di queste società si dovrebbe risolvere attraverso l'accordo di composizione della crisi e di liquidazione del patrimonio, previsto dalla l. n. 3 del 27 gennaio 2012.

Le ragioni di una simile deroga sono esplicitate nella Relazione Illustrativa del decreto, che motiva la scelta sulla base "*dell'elevato rischio*

*economico assunto da chi decide di fare impresa investendo in attività ad alto livello di innovazione. Si vuole indurre l'imprenditore a prendere atto il prima possibile del fallimento del programma posto alla base dell'iniziativa, dato l'elevato tasso di mortalità fisiologica delle start-up".*¹⁹²

Sotto un altro profilo, l'obiettivo del legislatore a fondamento di una simile scelta è *"quello di contrarre i tempi della liquidazione giudiziale delle start-up in crisi, approntando un procedimento semplificato rispetto a quelli previsti dalla legge fallimentare e così facilitare la ripartenza dello startupper su nuove iniziative imprenditoriali."*¹⁹³

L'esenzione dalle procedure concorsuali è stata precisata e ribadita anche dall'A.B.I. nella circolare serie Legale n. 3 del 25 gennaio 2013 avente come oggetto la disciplina relativa ai procedimenti di composizione delle crisi da sovraindebitamento e di liquidazione del patrimonio.

Gli obiettivi del legislatore determinano tuttavia difficoltà di coordinamento di non scarso rilievo, come di seguito evidenziato.

¹⁹² Cfr. Relazione illustrativa del d.l. 179/2012 - Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese, pag. 3.

¹⁹³ Cfr. Relazione illustrativa del d.l. 179/2012 - Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese, pag. 3.

Le *start-up* innovative sono normativamente escluse da ogni procedura concorsuale prevista dalla legge fallimentare, rimanendo le stesse soggette alla sola procedura della composizione della crisi da sovraindebitamento prevista dalla legge n. 3 del 27 gennaio 2012, ai sensi dell'art. 31 d.l. n. 179/2012 (in altri termini, sembra che nemmeno l'accordo di ristrutturazione del debito e il concordato preventivo siano ammissibili per queste società).¹⁹⁴

L'applicazione dell'accordo di composizione della crisi e la procedura di liquidazione dei beni prevista dall'art. 14-ter, l. n. 3/2012 è ipotizzabile, mentre risulta esclusa per ovvie ragioni l'applicabilità del piano del consumatore, poiché non è immaginabile che una società di capitali operi al di fuori dei suoi scopi professionali.

Corollario delle disposizioni sopra richiamate è che le società in parola non possono essere dichiarate fallite su istanza dei creditori o del pubblico ministero, né i suoi organi rendersi colpevoli di reati c.d. fallimentari, prevedendo gli stessi, quale condizione di punibilità, la sentenza di fallimento.

¹⁹⁴ CESARE F., *La crisi delle start up innovative in bilico tra sovraindebitamento e istituti della legge fallimentare*, Diritto 24, 9 febbraio 2016

Inoltre, il richiamato art. 31 del d.l. 179/2012, al secondo comma, stabilisce che, trascorsi dodici mesi dalla pubblicazione nel registro delle imprese del decreto di apertura della liquidazione previsto dall'art. 14 *quinquies* della citata legge 3/2012, la compagine sociale delle *start-up* non sia più visibile nel registro delle imprese, né nelle banche dati, presumibilmente per evitare che l'eventuale discredito conseguente all'insolvenza possa coinvolgere la credibilità dell'investitore nei terzi, così da disincentivarne la partecipazione al capitale di rischio. In sostanza il legislatore prende atto di un rischio 'intrinseco' alla natura dell'impresa e ne tutela i fondatori.

A differenza degli altri soggetti non fallibili, le *start-up* innovative godono di una esenzione solo temporanea dagli istituti previsti della legge fallimentare. Infatti, la durata massima dei benefici è stabilita in quattro anni (e può essere revocata sia d'ufficio, sia su istanza di parte).

Ove i requisiti richiesti dalla legge vengano meno, per il decorso del tempo ovvero in virtù di un provvedimento pubblicato nel registro delle imprese, occorre domandarsi se le società in questione siano assoggettabili al fallimento o a una procedura concorsuale minore.

Va infatti ricordato che a norma dell'art. 25, ottavo comma del Decreto Crescita 2.0, i benefici delle *start-up* cessano con il venir meno dell'iscrizione della medesima nella sezione speciale del registro delle imprese appositamente istruita per esse.

Il creditore che ha interesse alla dichiarazione di fallimento della *start-up*, inoltre, potrà ricorrere al giudice del registro ai sensi dell'art. 2191 c.c., onde chiedere la revoca dell'iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese, per originaria o sopravvenuta perdita dei requisiti.

Parallelamente, i terzi interessati potranno far valere le proprie ragioni nelle more dell'accordo di composizione della crisi, opponendosi all'omologa dello stesso ai sensi dell'art. 12 l. 3/2012 ed eccependo parimenti il difetto dei requisiti della *start-up* e la conseguente inammissibilità dell'accordo approvato.

Con riferimento al procedimento di liquidazione dei beni, va osservato che se la società mantiene i requisiti per il periodo successivo al deposito del decreto di apertura del procedimento e fino all'eventuale provvedimento di esdebitazione, non vi saranno particolari criticità di coordinamento.

Se invece, dopo l'apertura del procedimento di liquidazione dei beni, dovessero venire meno i requisiti della *start-up* di cui al Decreto Crescita 2.0, deve ritenersi che la revoca possa avvenire anche d'ufficio da parte del conservatore del registro delle imprese, qualora ad esempio non pervengano le dichiarazioni dell'amministratore che attestino la permanenza dei requisiti imposte dall'art. 25 comma 15 del Decreto Crescita 2.0, oppure per il decorso del termine quadriennale.

In tale ultima evenienza può forse sostenersi che la revoca dei benefici sia automatica e che non necessiti di un apposito provvedimento da pubblicare nella sezione speciale del registro delle imprese, poiché la legge ricollega al decorso di tale quadriennio, in ogni caso, il venir meno dei benefici.

Venuti meno i presupposti, *ipso iure* o per effetto di un provvedimento del conservatore o ancora del giudice del registro, le società in disamina risultano pienamente assoggettabili agli istituti previsti dalla legge fallimentare¹⁹⁵.

¹⁹⁵ CESARE F., *op. cit.* chiarisce che la possibilità che l'accordo di composizione della crisi si converta in fallimento è sancita *expressis verbis* dall'art. 12 comma 5 l. 3/2012, che prevede la risoluzione ipso iure dell'accordo omologato allorquando sia pronunciata una sentenza di formale insolvenza a carico della società sovraindebitata. Nella normativa sul sovraindebitamento il lemma "fallimento" compare soltanto nella citata disposizione. La successione tra accordo di composizione della crisi e istituti della legge fallimentare può

avvenire per l'intervenuto superamento dei limiti di fallibilità, oltre che nei casi in cui viene meno lo status di *start-up*. Nel fallimento successivo, la norma dispone che gli atti, le garanzie e i pagamenti posti in essere in esecuzione dell'accordo non sono revocabili (al pari di quanto disposto dall'art. 67 comma 3 lett. d) ed e) in tema di piano di risanamento, in materia di accordo di ristrutturazione del debito e di concordato preventivo). Parallelamente, i crediti derivanti da finanziamenti in funzione o in esecuzione dell'accordo omologato sono prededucibili nel successivo fallimento. La disposizione richiamata presuppone l'ammissibilità di una iniziativa fallimentare nei confronti dell'impresa sovraindebitata che abbia intrapreso uno degli istituti previsti dalla legge 3/2012. Il legislatore tace invece in merito alla possibilità che venga dichiarata fallita la società che abbia intrapreso il procedimento di liquidazione dei beni previsto dagli art. 14 ter l. 3/2012, che comporta un periodo di transitoria sospensione di (almeno) quattro anni successivi al deposito della domanda (art. 14-*quinquies* ultimo comma); l'esdebitazione è solo eventuale ed è condizionata all'istanza di parte, da depositare dopo il decreto di chiusura della liquidazione, alla ricorrenza di plurimi presupposti. Ora, se le *start up* non possono durare più di quattro anni e il procedimento di liquidazione dei beni deve durare almeno quattro anni, ogni volta che verrà aperto un procedimento ex art. 14 ter l. 2/2012 ci sarà sempre un periodo nel quale l'impresa è fallibile nonostante sia pendente la procedura di sovraindebitamento, a meno di non voler ipotizzare che una società depositi un ricorso non appena costituita perché immediatamente in crisi. Né è possibile ipotizzare che le *start up* vadano esenti per un periodo indefinito alle procedure di cui al R.D. 267/1942: la richiamata deroga per le *start up* innovative costituisce infatti norma eccezionale rispetto all'art. 6 l. fall., che attribuisce quale criterio generale il diritto dei creditori di richiedere il fallimento. Infatti, tutti gli istituti di cui si compone la procedura di sovraindebitamento prevedono esclusivamente un avvio ad impulso volontario dell'impresa e non possono essere instaurati su istanza di terzi come la procedura prefallimentare, i quali non potrebbero richiedere l'apertura di una qualsiasi procedura diversa dal fallimento in capo al debitore *startupper* in crisi. Oltretutto appare arduo ipotizzare che l'esenzione dal fallimento possa essere procrastinata *sine die*, posto che la procedura di liquidazione dei beni comporta solo un *automatic stay* di almeno quattro anni, e solo eventualmente l'esdebitazione. Pertanto anche una volta chiuse le operazioni di liquidazione, adottato il decreto di chiusura previsto dall'art. 15 *novies* l. 3/2012, la società sovraindebitata risulta pienamente fallibile e non potrà di certo usufruire dell'esenzione per le *start up* innovative, essendo trascorso il termine quadriennale previsto per i benefici ex art. 31 D.L. 179/2012. Ne deriva che una corretta interpretazione imporrebbe la possibilità di dichiarare il fallimento anche una volta intrapresa la procedura di liquidazione dei beni, sia in pendenza di essa, sia all'esito della medesima. Ma se così fosse, risulta evidente l'eterogeneità dei fini del legislatore, o quantomeno risulta ridimensionata l'area di non fallibilità delle *start up* innovative, che solo transitoriamente non sono soggette alle procedure di cui al R.D. 267/1942, ben potendo essere dichiarate fallibili entro i quattro anni di durata minima della liquidazione dei beni.

In conclusione, come rilevato dalla dottrina¹⁹⁶, le difficoltà di coordinamento delle disposizioni sulle *start-up* innovative e sul sovraindebitamento rendono di dubbia efficacia la normativa che esenta queste imprese dall'applicazione degli istituti più propriamente concorsuali.

Il quadro di incertezza risulta aggravato dalla mancata menzione della liquidazione dei beni quale causa di non punibilità dei reati c.d. fallimentari, come già previsto per l'accordo di composizione della crisi, per il piano di risanamento, nonché per l'accordo di ristrutturazione del debito e per il concordato omologati.

Ne consegue che a una disamina più approfondita, al di là delle apparenze, lo status di *start-up* innovativa non prevede un meccanismo di incentivazione al rischio di impresa per il tramite di una netta esenzione dagli istituti concorsuali, che risultano applicabili solo in modo differenziato rispetto alle altre imprese, ma inidoneo ad esentarle completamente dal fallimento come proclamato dal legislatore.

3.3. Il rischio di illiquidità

¹⁹⁶ CESARE F., La crisi delle start up innovative in bilico tra sovraindebitamento e istituti della legge fallimentare, *Diritto* 24, 9 febbraio 2016

Il rischio di illiquidità degli strumenti partecipativi acquistati mediante *equity crowdfunding* deriva direttamente dal limite indicato dalla normativa primaria¹⁹⁷, per cui gli strumenti finanziari di capitale di rischio di *start-up* innovative non possono essere negoziati all'interno di un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione (come Borsa Italiana), finché la società gode dello *status* di *start-up* innovativa.

Uno strumento si considera liquido in base alla sua capacità di trasformarsi prontamente in moneta senza perdita di valore, quindi per strumenti come questi può risultare più difficoltoso liquidarli o comprenderne il valore effettivo.

Ciò detto, il consumatore che sottoscrive uno strumento finanziario di questo tipo deve essere consapevole del fatto che sarà soggetto al rischio di illiquidità sicuramente fin quando la *start-up* innovativa rimarrà tale e anche perché ad oggi non esiste un mercato secondario per questi strumenti finanziari.

¹⁹⁷ Cfr. art. 25, comma 2, del Decreto Crescita 2.0.

L'unica possibilità per l'investitore di liquidare lo strumento è quella di effettuare una compravendita fra privati, secondo le norme stabilite per i singoli casi e con i costi che ne derivano.

Negli USA è stato introdotto un limite legale al trasferimento delle quote sottoscritte in sede di *crowdfunding*: esse non possono essere cedute prima di un anno. Tale limite vuole evitare che si effettuino speculazioni su strumenti finanziari di piccole società. Il legislatore italiano ha introdotto degli incentivi fiscali per chi conserva tali strumenti, senza introdurre però alcun limite temporale alla vendita. Quindi un investitore vendendo la sua quota non potrà godere degli stessi benefici fiscali di cui avrebbe goduto mantenendola.¹⁹⁸

In sostanza, è invero che la logica in cui si muove il legislatore italiano primario e secondario italiano sembra essere quella di un investimento immobilizzato per il quale le aspettative economiche dei soci "esterni" sono tutelate attraverso meccanismi di disinvestimento (recesso, co-vendita) diversi dalla vendita¹⁹⁹. A determinare la staticità dell'investimento, inoltre

¹⁹⁸ I benefici fiscali indicati nell'art. 29 del Decreto Crescita 2.0, decadono in caso di cessione, anche parziale, dell'investimento entro i primi due anni dalla sottoscrizione comportando l'obbligo di restituzione dell'importo detratto dall'imposta ovvero la ripresa a tassazione dell'importo dedotto dal reddito imponibile, unitamente agli interessi legali. Così Consob, *Esiti della consultazione*.

¹⁹⁹ Si richiama, sul punto la dottrina in materia di autonomia delle parti come regola gli

concorrono significativamente i benefici tributari introdotti dall'art. 29 del Decreto Crescita 2.0, il cui ottenimento è possibile solo conservando le partecipazioni ottenute per due anni.

Inoltre, il rischio di illiquidità non è confinato all'ordinamento italiano.

La *Financial Conduct Authority* britannica sebbene riconosca la possibilità che

interessi dei contraenti (seppure soggetta a sempre più evidenti limitazioni). Scrive un attento autore (BENEDETTI G., *Tutela del consumatore e autonomia contrattuale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1998, 17 ss. e in *Materiali e commenti sul nuovo diritto dei contratti*, a cura di G. Vettori, Padova, 1999, 802 ss.) che "l'idea fondamentale da cui la legge muove, e che vuole realizzata nell'ordinamento, è che il contratto funzione come contratto, strumento essenzialmente misurato sul principio di parità e sulla libera determinabilità del contenuto ad opera delle stesse parti"; tale considerazione assolutamente veritiera al momento della sua formulazione, oggi appare meno precisa, poiché gli interventi comunitari sembrano delineare un contratto in sostanza libero ma sottoposto ad un importante controllo giudiziale con annesso ampio proliferare sia nelle varie discipline che nell'evoluzione dell'interpretazione giurisprudenziale, dell'utilizzo di clausole generali (basti guardare, nell'evoluzione dei progetti europei di regolamentazione in materia civile, a partire da quello che fu il *Draft common frame of reference* (DCFR) fino alla *Common european sales law* (CESL), in cui, in particolare, prevale l'utilizzo della "fairness"). Invece per quanto riguarda la prassi giurisprudenziale, per dirla con le parole di altro autorevole autore (RESCIGNO P. *Le clausole generali: dalle codificazioni moderne alla prassi giurisprudenziale*, in *Clausole e principi generali nell'argomentazione giurisprudenziale degli anni novanta*, Padova, 1998, 32), si vogliono ricercare "valori fuori dai rigidi confini dell'ordinamento positivo", per quanto "fino a quando non saranno superate le difficoltà di una discussione razionale sui valori, sulle clausole generali peserà la diffidenza di chi le considera pure regole di opinione" (MENGONI L., *Spunti per una teoria delle clausole generali*, in *Riv. critica dir. priv.*, 1986, 16): in tal senso, un esempio lampante è la "riscoperta" dell'abuso del diritto ad opera della Suprema Corte di Cassazione con un ormai celebre arresto, la c.d. sentenza *Renault* (v. Cass., 18 settembre 2009, n. 20106, in *Corriere giur.*, 2009, 1577 ss., con nota di MACARIO F., *Recesso ad nutum e valutazione di abusività nei contratti tra imprese: spunti da una recente sentenza della Cassazione*; in *Contr.*, 2009, 1009 ss., con nota di ROMEO C., *Recesso ad nutum ed abuso del diritto*; e ivi, 2010, 11 ss., con nota di D'AMICO G., *Recesso ad nutum, buona fede e abuso del diritto*; in *Guida al dir.*, 2009, 40, 38 ss., con nota di PIRRUCCIO O., *La buona fede e la correttezza nei rapporti diventano un vero e proprio dovere giuridico*; in

alcune piattaforme possano essere dotate di mercati secondari, avverte che non è sempre agevole trasformare nuovamente in denaro liquido il valore della partecipazione acquistata o per un ammontare pari a quello corrisposto in fase di campagna.²⁰⁰

Dunque, l'investitore dev'essere avvertito contro il rischio di illiquidità e tale pericolo, oltre a quello di frodi, di fallimento dei progetti, di diluizione degli investimenti, di fallimento della piattaforma (o di chiusura del suo sito) e di attacchi informatici, è tra i più gravi tra quelli evidenziati dall'ESMA.²⁰¹

3.4. Il rischio relativo alla mancanza di utili

Come chiarito, la partecipazione acquistata attraverso *equity crowdfunding* è una quota di capitale a tutti gli effetti che ha numerose peculiarità, tra le quali il divieto per la *start-up* di distribuire utili (cfr. Capitolo II, par. 5).

Sul punto, il consumatore è esposto a un livello di rischio non di poco conto, in quanto si somma all'ulteriore rischio che una società da poco costituita riesca, a produrre utili fin dai primi anni. Il Decreto Crescita 2.0 ha

²⁰⁰ Si veda, *The risks of crowdfunding* all'indirizzo: <https://www.fca.org.uk/consumers/crowdfunding>.

²⁰¹ ESMA, *Position paper – Crowdfunding*. Disponibile all'indirizzo: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-smsg-010.pdf>.

infatti previsto un divieto di distribuzione di utili per tutto il periodo in cui la società emittente possiede i requisiti di *start-up* innovativa, e cioè per un massimo di 4 anni dalla iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese. Gli eventuali utili saranno quindi necessariamente reinvestiti nella società accrescendo il valore della partecipazione nel caso in cui la start-up consegua risultati positivi nel tempo. Dunque, gli utili accresceranno il valore della partecipazione il cui trasferimento non è agevole in quanto assente in mercato secondario ove le partecipazioni acquistate mediante *equity crowdfunding* possano venire negoziate.

3.5. Il rischio di truffe

Il terzo rischio che si evince dalla normativa è quello di eventuali truffe. Il pericolo è legato proprio alle modalità attraverso le quali il fenomeno si svolge: tramite l'uso del Web. La diffusione dell'utilizzo di Internet per le transazioni commerciali ha aumentato il rischio di incappare in vere e proprie truffe. Il regolamento Consob non si esprime in merito e pertanto nel silenzio delle norme, l'unica disciplina applicabile in merito, nei limiti di compatibilità,

è quella relativa ai problemi derivanti dall'*e-commerce* in tema di collocamento di prodotti finanziari²⁰².

Ai fini di erudire in merito i *crowdfunders*, Consob ha istituito nell'area di informazioni dedicata al *crowdfunding*²⁰³ una serie di linee guida, con le quali si invitano i consumatori a un numero di verifiche diverse quali: (i) controllare che il soggetto che propone l'investimento sia chiaramente identificabile; (ii) verificare che gli indirizzi forniti (telefono, fax e sede del soggetto) corrispondano effettivamente a quelli del soggetto, avvalendosi magari dei servizi "elenco abbonati telefonici"; (iii) verificare sempre direttamente presso la Consob che il gestore del portale sia iscritto al registro dei gestori di portali tenuto dalla Consob²⁰⁴; (iv) verificare che l'indirizzo internet del portale cui si è connessi coincida con quello indicato nel registro dei gestori di portale presente sul sito della Consob; (v) controllare la politica di trattamento dei dati

²⁰² Sul tema v. AZZARRI F., *la conclusione dei contratti telematici nel diritto privato europeo*, in *Contratti*, 2010, pag. 301, s.s

²⁰³ Consob, *Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una "start-up innovativa" tramite portali on-line*. Disponibile all'indirizzo: <http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding>.

²⁰⁴ È bene inoltre sottolineare che anche qualora il soggetto dichiari (e lo sia effettivamente) di essere vigilato da un'autorità pubblica, ciò non comporta alcuna assunzione di responsabilità da parte di tale autorità né garantisce il contenuto delle proposte effettuate

personali che il portale deve mettere a disposizione degli investitori (al fine di accertare che i propri dati non siano trasmessi a terzi); (vi) tenere conto che la raccolta di capitali promossa tramite portali di *crowdfunding* iscritti nella sezione ordinaria del registro tenuto dalla Consob si perfeziona sempre tramite banche o imprese di investimento (SIM): il gestore iscritto nel registro dei portali infatti non può richiedere al cliente di versare a suo favore le somme necessarie per la sottoscrizione degli strumenti finanziari. Queste dovranno essere versate solo in un conto indisponibile intestato all'emittente acceso presso la Banca o la SIM.

4. Il ruolo dell'investitore professionale

Analizzate le maggiori aree di rischio per il consumatore-*crowdfunder*, in questo paragrafo ed in quello che segue saranno esaminate le tutele che l'ordinamento fornisce al fine di superare le predette criticità. In questo paragrafo si analizzerà il ruolo dell'investitore professionale mentre il paragrafo successivo si focalizzerà sui presidi introdotti specificamente dalla disciplina in materia di *equity crowdfunding*.

La normativa in materia di *equity crowdfunding* emanata dall'Italia di concerto con il *framework* generale comunitario, è evidentemente orientata alla

tutela del risparmiatore in generale. Lo scopo è quello di evitare soprusi ed abusi da parte degli offerenti, che potrebbero verificarsi soprattutto quando la domanda è rivolta agli investitori non professionali.

L'investitore professionale (detto anche "operatore qualificato") è un operatore finanziario, persona giuridica o fisica, appartenente a una speciale categoria di investitori.

L'art. 31, comma 2 del regolamento di attuazione del TUF (d.lgs. 1998/58) adottato dalla Consob con delibera n. 11522 del 1.7.1998 e il DM Tesoro n. 228 del 24.5.1999 definiscono "investitore qualificato": (i) le imprese di investimento, le banche, gli agenti di cambio, le SGR, le SICAV, i fondi pensione, le imprese di assicurazioni, le società finanziarie capogruppo di gruppi bancari e le persone iscritte negli elenchi previsti dagli artt. 106, 107 e 113 TUB; (ii) i soggetti esteri autorizzati a svolgere, secondo la normativa del Paese di origine, le medesime attività svolte dai soggetti del punto precedente; (iii) le fondazioni bancarie; (iv) le persone fisiche e giuridiche e gli altri enti in possesso di specifiche competenze ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante.

L'investitore professionale, quindi è colui che ha maggiori conoscenze e possibilità di approfondimento di progetti presentati dalle *start-up* o PMI Innovative.

L'operatività delle campagne di *equity crowdfunding* effettuate fino ad oggi non è elevata e le uniche statistiche disponibili volte a fornire maggiore chiarezza in merito al profilo – professionale o non professionale - dell'investitore, sono rappresentate dalle relazioni pubblicate dalla Consob sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione (AIR). Dai pochi dati rilevabili, tali operatori sono stati quelli che fino ad oggi hanno dimostrato maggior fiducia nel sostenere le iniziative delle società che richiedevano i contributi, ma che al contempo avevano progetti più orientati allo sviluppo commerciale e produttivo con maggiori previsioni di ritorni finanziari. Il valore medio del contributo offerto da tali figure è stato di taglio normalmente più elevato rispetto agli altri.

Trattandosi di un nuovo mercato, l'analisi delle poche fonti disponibili non permette di risalire nel dettaglio alla specifica tipologia di investitore qualificato che ha effettuato direttamente un apporto e pertanto non è

possibile indicare se, per esempio, il settore bancario o assicurativo siano intervenuti con acquisto quote tramite le piattaforme dedicate al *crowdfunding*.

Prima dell'avvento di tale opportunità, un imprenditore che avesse un'idea o un progetto da sviluppare (soprattutto produttivo) si rivolgeva a un investitore professionale (normalmente una banca o un fondo di *venture capital*) per acquisire fondi sufficienti alla partenza ed allo sviluppo del progetto stesso. L'investitore professionale, aveva l'onere di analizzare e valutare la proposta al proprio interno e non sempre i due interlocutori (cliente-finanziatore) trovavano il giusto punto d'incontro.

Essendo l'*equity crowdfunding* un fenomeno nuovo non solo per l'Italia, la definizione della relativa disciplina ha richiesto una particolare attenzione soprattutto con riferimento alla predisposizione di adeguate misure di tutela degli investitori *retail* (non professionali) sia a livello di normativa primaria che secondaria.

Ciò ha richiesto una profonda attenzione nella definizione delle regole attuative più idonee a fornire un adeguato livello di tutela dell'investitore non professionale (che deve poter assumere una decisione consapevole in relazione alle caratteristiche di rischiosità dell'investimento) posto che si consente

L'utilizzo di questo meccanismo di raccolta con riferimento a strumenti finanziari particolarmente rischiosi (partecipazioni al capitale di imprese neo-costituite o PMI innovative), relativi peraltro a progetti imprenditoriali a loro volta pertinenti ad un settore dell'economia (quello delle tecnologie innovative) particolarmente incerto.

Nel paragrafo che segue si analizzeranno le tutele specificamente previste dal regolamento Consob per gli investitori non professionali in relazione all'*equity crowdfunding*.

5. La risposta del regolamento Consob ai rischi per il consumatore

Il regolamento Consob fornisce un ampio e rilevante assetto di tutele per il consumatore, inteso come "investitore diverso dall'investitore professionale". Le tutele assumono forme diverse, annoverano senza dubbio numerosi obblighi informativi posti a carico dei gestori dei portali, nonché la vera e propria verifica, da parte del gestore, della conoscenza e della consapevolezza dei rischi connessi alla sottoscrizione di partecipazioni sociali attraverso l'*equity crowdfunding*. Nei sotto-paragrafi che seguono si analizzeranno in dettaglio le tutele per il consumatore-*crowdfunder*.

5.1. Gli obblighi informativi

Il regolamento Consob prevede chiaramente all'art. 15 che al consumatore, in qualità di investitore, vengano fornite in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche mediante l'utilizzo di tecniche multimediali, le informazioni²⁰⁵ relative all'investimento in strumenti finanziari tramite portali, riguardanti almeno:

- a. il rischio di perdita dell'intero capitale investito;
- b. il rischio di illiquidità;
- c. il divieto di distribuzione di utili previsto per le start-up innovative dall'articolo 25 del Decreto Crescita 2.0;
- d. il trattamento fiscale di tali investimenti (con particolare riguardo alla temporaneità dei benefici ed alle ipotesi di decadenza dagli stessi);
- e. per le start-up innovative, le deroghe al diritto societario previste dall'articolo 26 del Decreto Crescita 2.0 nonché al diritto fallimentare previste dall'articolo 31 del Decreto Crescita 2.0²⁰⁶;

²⁰⁵ Il tema dell'informazione, peraltro, costituisce un pilastro sul quale si base l'intero diritto dei consumi, v. ROSSI CARLEO L., *Il diritto all'informazione: dalla conoscibilità al documento informativo*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 361 ss.; Id., *Educazione del consumatore*, in *Codice del consumo. Commentario*, a cura di ALPA G. e ROSSI CARLEO L., Napoli, 2005, 119 ss.

²⁰⁶ In argomento, rinvio a DONATIVI V., *Sub art. 2341 bis e 2341 ter*, in *Società di capitali*,

- f. per le PMI innovative, le deroghe al diritto societario previste dall'articolo 26 del Decreto Crescita 2.0;
- g. i contenuti tipici di un business plan e del regolamento o statuto di un OICR;
- h. il diritto di recesso, ai sensi dell'articolo 13 comma 5 della delibera Consob 18592/2013 e le relative modalità di esercizio.

Inoltre, la delibera Consob 18592/2013 dedica al rischio operativo derivante da eventuali *cyber attacchi* al portale una specifica disposizione (art. 18), imponendo al gestore l'obbligo di assicurare l'integrità delle informazioni ricevute e pubblicate dotandosi di sistemi operativi affidabili e sicuri. In particolare a tal scopo il gestore è tenuto (i) a individuare le fonti di rischio operativo e gestirle predisponendo procedure e controlli adeguati, anche al fine di evitare discontinuità operative; nonché (ii) a predisporre appositi dispositivi di *backup*.

Commentario Niccolini - Stagno D'Alcontres, I, Napoli, Jovene, 2004, 155 ss.; LIBERTINI M., I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del codice civile, in Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 4, Torino, U.T.E.T., 2006, 463.

Sul punto non è tuttavia misurabile il livello di aderenza da parte del gestore alle prescrizioni di Consob, in quanto tali informazioni non sono rese note né al pubblico né alla stessa Consob. Tuttavia, il gestore, ai sensi dell'art. 21 comma 3 della predetta delibera è tenuto a trasmettere, *inter alia*, con la comunicazione annuale all'autorità, i dati relativi ai casi di discontinuità operativa e alla relativa durata, unitamente alla descrizione degli interventi effettuati per ripristinare la corretta operatività del portale.

In ogni caso, come già evidenziato, non è prevista una specifica responsabilità in capo al gestore con riferimento alla verifica della correttezza e veridicità delle informazioni fornite dalla società emittente. Infatti, nell'Allegato 3 alla Delibera Consob 18592/2013 è chiarito che “[l]e 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”.

5.2. Il "percorso consapevole" che i consumatori devono completare per poter aderire alle offerte online

L'aspetto più rilevante in tema di tutela del consumatore-crowdfunder previsto dal regolamento di cui alla delibera Consob 18592/2013 è certamente rappresentato dal nuovo assetto del comma 2 dell'art. 15 che è stato

recentemente riformulato in occasione della revisione intervenuta nel mese di febbraio 2016.

Il comma 2 dell'art. 15 prevede infatti specificamente che il gestore deve assicurare che un consumatore, inteso come investitore diverso dagli investitori professionali, possa accedere alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle singole offerte solo a condizione che questi abbia preso in precedenza visione delle informazioni indicate al comma 1 - e cioè delle informazioni relative, *inter alia*, ai rischi intrinseci dell'investimento in *start-up*²⁰⁷ (cfr. par. 4.1.) – nonché delle informazioni di *investor education* riguardanti la normativa di riferimento, con l'indicazione del collegamento ipertestuale al registro nonché alla sezione di *investor education* del sito *internet* della Consob e all'apposita sezione speciale del Registro delle Imprese prevista all'articolo 25, comma 8, del Decreto Crescita 2.0²⁰⁸.

²⁰⁷ Si fa riferimento, in particolare, a i) il rischio di perdita dell'intero capitale investito; ii) il rischio di illiquidità; iii) il divieto di distribuzione di utili previsto per le start-up innovative dall'articolo 25 del Decreto Crescita 2.0; iv) il trattamento fiscale di tali investimenti (con particolare riguardo alla temporaneità dei benefici ed alle ipotesi di decadenza dagli stessi); v) per le start-up innovative le deroghe al diritto societario previste dall'articolo 26 del d.l. 179/2012 nonché al diritto fallimentare previste dall'articolo 31 del d.l. 179/2012; vi) per le PMI innovative le deroghe al diritto societario previste dall'articolo 26 del d.l. 179/2012; vii) i contenuti tipici di un business plan e del regolamento o statuto di un OICR; viii) il diritto di recesso, ai sensi dell'articolo 13, comma 5 della delibera Consob 18592/2013 e le relative modalità di esercizio.

²⁰⁸ Sul punto appare opportuno richiamare i numerosi interventi in materia di misure

La tutela per il consumatore-*crowdfunder* non si esaurisce in una mera fornitura d'informazioni da parte del gestore. Quest'ultimo è anche tenuto a verificare che gli investitori non professionali abbiano concretamente fornito informazioni in merito alla propria conoscenza ed esperienza per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che gli strumenti finanziari offerti comportano.

Dunque la Consob, con la revisione del 2016, è intervenuta nel senso di accertare concretamente che il consumatore-*crowdfunder* dimostri di aver

correttive dell'asimmetria informativa nei confronti del consumatore. Con diverse soluzioni si rimanda, tra gli altri, a SACCO R., *Il contratto*, in *Tratt. Sacco*, a cura di R. Sacco e G. De Nova, Torino, 2004, 22 ss.; BARBA A., *Libertà e giustizia contrattuale*, in *Studi in onore di Pietro Rescigno*, Milano, 1998, 11 ss.; CAPOBIANCO E., *La determinazione del regolamento*, in *Tratt. Roppo*, a cura di G. Vettori, Milano, 2006, 389 ss.; SCOZZAFAVA O., *Il problema dell'adeguatezza della prestazione nella rescissione per lesione*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1978, 353 ss.; MARINI G., *Ingiustizia dello scambio e lesione contrattuale*, in *Riv. critica dir. priv.*, 1986, 274 ss.; GALGANO F., *Squilibrio contrattuale e mala fede del contraente forte*, in *Contratto impr.*, 1997, 417 ss.; GRISI G., *L'autonomia privata. Diritto dei contratti e disciplina costituzionale dell'economia*, Milano, 1999, 180 ss.; D'ANGELO A., MONATERI P.G., SOMMA A. (a cura di), *Buona fede e giustizia contrattuale – Modelli cooperativi e modelli conflittuali a confronto*, Torino, 2005; VETTORI G., *Autonomia privata e contratto giusto*, in *Riv. dir. priv.*, 2000, 21 ss.; Id., *Diritto dei contratti e Costituzione europea*, Milano, 2005, 82 ss.; FRANZONI M., *Buona fede ed equità tra le fonti di integrazione del contratto*, in *Contratto impr.*, 1999, 83 ss.; ALESSI R., *Diritto europeo dei contratti e regole dello scambio*, in *Riv. dir. priv.*, 2000, 996 ss.; BRECCIA U., *Prospettive del diritto dei contratti*, in *Riv. critica dir. priv.*, 2001, 194 ss.; CACCAVALE C., *Giustizia del contratto e presupposizione*, Torino, 2005; PERFETTI U., *L'ingiustizia del contratto e le tutele*, Milano, 2000; RUSSO D., *Sull'equità dei contratti*, Napoli, 2001; GENTILI A., *De iure belli: l'equilibrio del contratto nelle impugnazioni*, in *Il nuovo diritto dei contratti*, a cura di F. Di Marzio, Milano, 2004, 153 ss.; PIERAZZI E., *La giustizia del contratto*, in *Contratto impr.*, 2005, 647 ss.; VOLPE F., *La giustizia contrattuale tra autonomia e mercato*, Napoli, 2004.

attivamente compreso i rischi che comporta un investimento attraverso *equity crowdfunding*. Sul punto, peraltro, la Consob ammette la possibilità che sia lo stesso gestore a effettuare questa verifica, stabilendo infatti all'articolo 13 comma 5-*bis* della delibera Consob 18592/2013 che il gestore deve verificare, per ciascun ordine di adesione alle offerte ricevuto, che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che l'investimento comporta sulla base delle informazioni fornite. E non solo: qualora il gestore ritenga che lo strumento non sia appropriato per il cliente, egli lo avverte di tale situazione²⁰⁹.

Nel dettaglio, l'assetto di informazioni delle quali - allo scopo di permettere l'accesso all'offerta - il gestore dovrà verificare la conoscenza e la comprensione da parte del consumatore-*crowdfunder* devono far riferimento almeno (i) ai tipi di servizi, operazioni, effettuate anche tramite portali *online* e strumenti finanziari con i quali l'investitore ha dimestichezza; (ii) alla natura, al volume e alla frequenza delle operazioni, effettuate anche tramite portali *online*, su strumenti finanziari, realizzate dall'investitore nonché al periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite e (iii) al livello

²⁰⁹ Cfr. articolo 13 comma 5-*bis* della delibera Consob 18592/2013

di istruzione, alla professione, o se rilevante, alla precedente professione dell'investitore.

La verifica da parte del gestore si conclude dunque con la dichiarazione da parte del consumatore-*crowdfunder* di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento che questi intende effettuare.

6. Conclusioni

Con l'analisi dei rischi connessi all'investimento attraverso *equity crowdfunding* e delle connesse tutele previste dal regolamento di cui alla delibera Consob 18592/2013, si conclude l'analisi del presente Capitolo.

Quello che emerge con chiarezza è che il consumatore-*crowdfunder* in fase di adesione all'offerta si trova davanti a una pluralità di rischi, connessi da un lato alla natura del soggetto destinatario dell'investimento (la *start-up* e la PMI innovativa), e dall'altro alle modalità di adesione all'offerta (via internet).

Il nostro ordinamento, come analizzato, ha introdotto un numero rilevante di significativi meccanismi di tutela per il consumatore, ulteriormente aumentati a seguito delle modifiche normative di inizio 2016.

Nell'effettuare una ricognizione dei principali presidi a tutela del consumatore, preliminarmente si deve considerare che l'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali *online* è un'attività riservata ai soggetti professionali. Questi possono essere: i) banche e imprese di investimento ("gestori di diritto"), soggette al rispetto alle regole MiFID (l'investitore sarà opportunamente profilato e assistito dalle regole di appropriatezza o di adeguatezza a seconda del tipo di relazione che instaurerà con l'intermediario) e annotati nella sezione speciale del registro tenuto dalla Consob; ii) gestori "autorizzati" dalla Consob e iscritti nella sezione ordinaria del registro. Per tali soggetti la disciplina prevede regole di condotta *ad hoc*, definite dalla Consob stessa, da rispettare nelle relazioni con gli investitori.

Inoltre, con particolare riferimento alla consapevolezza informativa dell'investimento, la Consob, ispirandosi ai più generali rimedi giuridici utilizzati nei casi in cui sussiste un'asimmetria informativa tra due (o più) operatori (e questo ne è un tipico caso), ha scelto di costruire la tutela dell'investitore sulla base di tre diversi livelli di informativa, cui lo stesso deve accedere prima di poter aderire alle singole offerte di capitale. Tali informazioni riguardano: il portale, l'investimento in *start-up* innovative (caratteristiche e rischiosità) e le specifiche offerte (per cui è stato previsto, ai

fini di una migliore comparabilità, un modello standardizzato allegato al regolamento). Tuttavia, essendo previsto dal Regolamento Consob che la società emittente sia l'unico soggetto responsabile della veridicità e della correttezza delle (proprie) informazioni fornite al gestore del portale, emerge, sotto un certo profilo, l'esigenza di superare soluzioni di responsabilità in capo all'emittente verso soluzioni che coinvolgano direttamente il gestore del portale, in questa fase, sotto forma di *gatekeeper*.

Non bisogna poi tralasciare la previsione del diritto di revoca per gli investitori diversi da quelli professionali che abbiano manifestato la volontà di sottoscrivere strumenti finanziari offerti tramite portale, quando tra il momento dell'adesione all'offerta e quello in cui la stessa sia definitivamente chiusa, sopravvenga un fatto nuovo o sia rilevato un errore materiale concernente le informazioni esposte sul portale stesso; tutto quanto precede deve essere atto 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.

Un ulteriore presidio di tutela è previsto in caso di cambio di controllo. Infatti, in caso di cessione a terzi del controllo della *start-up*, gli investitori di

minoranza che hanno sottoscritto o acquistato strumenti finanziari emessi da società e PMI innovative offerti tramite portali *online*, sono tutelati attraverso l'introduzione di speciali clausole statutarie che riconoscono il diritto di recesso o di co-vendita a favore degli investitori.

In considerazione di quanto sopra esposto, la figura dell'investitore *retail* è maggiormente tutelata rispetto all'investitore professionale proprio per evitare che fenomeni di *misselling/mispricing* o truffe possano minare la reputazione e la fiducia, che rivestono un ruolo fondamentale per il successo del fenomeno dell'*equity crowdfunding*²¹⁰.

Si possono quindi individuare alcune peculiarità della prassi operativa, finora registrata, che consentono all'investitore sia di effettuare una scelta di investimento consapevole, sia di ampliare notevolmente il perimetro delle possibilità di investimento.

In primo luogo, l'investitore può decidere di investire somme variabili, anche minime, nei progetti pubblicati sui portali (importi anche inferiori a 500 euro) ottenendo una rendicontazione anche nel caso in cui non si arrivasse al target minimo di raccolta.

²¹⁰ CONSOB, *L'equity crowdfunding*, Position papers, Agosto 2016.

In secondo luogo, con riferimento alla pubblicità delle iniziative, l'investitore, tramite i portali *online*, ha possibilità di conoscere/analizzare iniziative imprenditoriali, che altrimenti non sarebbe in grado di conoscere, valutare e prendere in considerazione.

Vi è poi l'analisi preventiva dei progetti da parte del gestore del portale. I gestori delle piattaforme conducono infatti una fase di valutazione approfondita delle iniziative prima di pubblicarle; ciò riduce il rischio per il consumatore-*crowdfunder* di investire in iniziative poco affidabili e/o poco strutturate.

Tutto quanto sopra deve far salve, ovviamente, l'indipendenza e l'autonomia delle decisioni d'investimento. L'investitore ha la possibilità di investire autonomamente nel capitale di rischio di iniziative che hanno uno specifico progetto commerciale, industriale o di servizio.

CONCLUSIONI

L'analisi della normativa nazionale e internazionale, primaria e secondaria, in materia di *equity crowdfunding* offre un ampio spettro di riflessioni a cui si contrappongono le difficoltà nel fornire soluzioni di immediata ricezione normativa in ordine ad alcuni profili applicativi, a cui si deve aggiungere il sorgere di tutta una serie di nuove problematiche in sede ermeneutica, che non riguardano esclusivamente il piano della tutela del consumatore.

In questa parte conclusiva ci si dedicherà a un'analisi critica della disciplina italiana del *crowdfunding* in generale e, successivamente, si valuteranno i profili di rischio ancora esistenti per la tutela del consumatore.

In primo luogo, occorre mettere a fuoco la scena, individuare i protagonisti e i relativi ruoli: per ogni operazione di *equity crowdfunding* intervengono una società emittente, che può essere una *start-up* oppure una PMI innovativa, e un finanziatore, che si incontrano virtualmente su di una piattaforma organizzata da un gestore di portali. La piattaforma è la "vetrina *online*" ed è il luogo materiale attraverso il quale l'offerente propone agli investitori «strumenti di capitale di rischio», *i.e.* azioni o quote eventualmente fornite di diritti particolari nella logica dei finanziamenti, con l'esclusione

pertanto della possibilità di offrire strumenti di debito ovvero “ibridi” non rappresentativi del capitale, come si deduce dalla nuova impostazione del regolamento Consob. Proprio la scelta di offrire strumenti di debito ibridi potrebbe potenzialmente allontanare dal *crowdfunding* quei futuri investitori con portafogli finanziari che non contemplan prodotti ad alto rischio e, sebbene solo eventuale, alta crescita.²¹¹

In questo trilemma, la piattaforma pare svolgere un ruolo cruciale giacché aiuta da un lato gli investitori a selezionare i settori e le società di interesse e a reperire, velocemente, informazioni sul progetto imprenditoriale per comprenderne caratteristiche e rischi e, dall’altro, le *start-up* e le PMI innovative a promuovere la loro crescita favorendo il contatto diretto con i privati interessati ad investire in esse.²¹²

Le offerte vengono poi pubblicate sul sito del portale attraverso apposite schede informative redatte secondo il modello fornito nel Regolamento Consob e possono essere presentate anche con strumenti multimediali, come

²¹¹ FREGONARA E. “*Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*”, *Orizzonti del diritto commerciale*, 2013, pag. 3. Disponibile all’indirizzo www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24242/fregonara_e.pdf.

²¹² FREGONARA E. “*Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*”, *Orizzonti del diritto commerciale*, 2013, pag. 7. Disponibile all’indirizzo www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24242/fregonara_e.pdf.

ad esempio immagini, video e “pitch”. Si tratta di presentazioni che descrivono la società, la sua idea di *business*, i soci fondatori e i piani che intendono perseguire: giacché la scelta di investire in *start-up* e PMI innovative si basa, in gran parte, su di un approccio di tipo emozionale, piuttosto che su ragionamenti economici e razionali, queste modalità di presentazione risulteranno essere sicuramente più efficaci²¹³.

Le proposte *online* di strumenti finanziari costituiscono offerte speciali a cui si applicano le regole stabilite dalla legge e dal regolamento Consob²¹⁴: sotto un certo profilo possono essere inquadrate come offerte al pubblico - in quanto sulla piattaforma dovrebbero infatti essere pubblicati tutti gli elementi essenziali del contratto - svolte dalle società offerenti per il tramite del portale.

²¹³ Così si legge nella guida “*Equity crowdfunding... Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una start-up innovativa tramite portali on-line*”, con questo documento la Consob si propone di innalzare le “difese immunitarie” dei piccoli risparmiatori che intendono avvalersi di questo nuovo strumento per la raccolta di fondi, reperibile su www.consob.it. Sul tema v. PIATTELLI U. , *Il crowdfunding in Italia*, Giappichelli, Torino, 2013, pag. 100, che sottolinea la funzione del gestore di selezione dei progetti di investimento da pubblicizzare, ovvero compie una prima scelta destinata a riverberare i propri effetti sugli investitori: in tal guisa, il *rating* di gradimento del portale sarà dato dalla percentuale di progetti completati con successo rispetto al numero complessivo dei presentati.

²¹⁴ In particolare, esse non possono superare la somma di cinque milioni di euro, possono essere trattate solo da portali gestiti da soggetti iscritti ovvero annotati nel Registro della Consob, vanno a buon fine solo se il 5% del loro ammontare è sottoscritto da un investitore professionale, possono avere ad oggetto solo strumenti finanziari rappresentativi del capitale di rischio e devono riconoscere il diritto di revoca agli investitori per i casi in cui intervengano cambiamenti significativi della situazione della *start up*.

Come si è già sottolineato, tuttavia, la responsabilità rispetto alle informazioni fornite dalla piattaforma agli investitori pare far capo esclusivamente alla *start-up* o alla PMI innovativa.

Sotto un profilo squisitamente societario, alla luce del modello tracciato dal legislatore, in seguito al finanziamento erogato dalla *crowd*, si delinea un'ipotesi di aumento del capitale sociale a pagamento. Il finanziamento, in effetti, avviene a fronte dell'assegnazione agli investitori di quote o azioni fornite, presumibilmente, di un set di diritti particolari che rendano 'appetibile' l'investimento: si tratta di un modello di *equity based crowdfunding* che determina un aumento "reale" del capitale sociale. La prospettiva perseguita dal consumatore-*crowdfunder*, seppure forse spinto da un impulso più emotivo che razionale verso l'iniziativa imprenditoriale proveniente dal *web*, è quella tradizionale di ottenere un rendimento che si realizza sotto forma di partecipazione societaria.

Risulta dunque opportuno prendere anche in considerazione le norme procedurali dedicate alla fattispecie dell'aumento del capitale sociale²¹⁵,

²¹⁵ Sul tema dell'aumento del capitale sociale, per le s.p.a., v. CAGNASSO O., *Le modifiche statutarie e il diritto di recesso*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Gastone Cottino, volume quarto, Padova, 2010, pag. 970 ss.; per le s.r.l., v. CERRATO F., *Aumenti di capitale e diritti del socio di s.r.l.*, in *Le nuove s.r.l.*, diretta da M. Sarale, Zanichelli, Bologna, 2008, pag.

peraltro non dissimili nelle s.p.a. e nelle s.r.l., al fine di stabilire l'innesto di questa particolare ipotesi a tale tipo di compagine sociale. Si fa riferimento, in particolare, al diritto di sottoscrizione delle quote di capitale offerte attraverso il portale e al peso decisionale che il *crowdfunder* assume successivamente alla chiusura della campagna²¹⁶. Sul punto, infatti, c'è chi ha sollevato problemi di coordinamento tra la disciplina dell'aumento di capitale ordinaria e quella in esame: in effetti, la *start-up* o PMI innovativa che "lancia" il *crowdfunding* ad

761 ss.

²¹⁶ In questo contesto, sembra che il diritto di opzione ovvero di sottoscrizione, rispettivamente delle azioni o quote, che sorge in sede di aumento del capitale, potrebbe venir meno per un fattore di "selezione naturale", nel senso che i soci potrebbero non essere così interessati al "peso" della loro partecipazione rispetto alla compagine sociale: si tratterà infatti, prevalentemente, di micro-conferimenti che non rischiano di subire un significativo effetto "diluizione" per l'entrata di nuovi soci. In questo senso, emerge un *identikit* dell'investitore-tipo come di un socio "assente", mero-investitore, che probabilmente prediligerà l'assegnazione di categorie di quote o azioni privilegiate sotto il profilo patrimoniale più che amministrativo. A tal proposito, si osserva che comunque l'aumento dovrà seguire la disciplina comune e rispecchiare la struttura finanziaria della società affinché sorga il diritto di opzione per coloro che siano già soci detentori di partecipazioni "speciali". In ogni caso, nell'ambito delle società a responsabilità limitata che, come già più volte detto, rappresentano il modello di elezione per la costituzione delle neo-*start up* innovative, è la legge che espressamente prevede la possibilità, attraverso una clausola dell'atto costitutivo, di escludere il diritto di sottoscrizione, offrendo le quote di nuova emissione solo ai terzi: questa soluzione pare la più adeguata alla fattispecie in questione. Viceversa, nelle s.p.a. si può escludere il diritto di opzione quando l'interesse sociale lo esiga: sarà dunque questa l'unica strada percorribile nel caso si volesse cercare tra il pubblico nuovi finanziamenti. Per agevolare l'operazione di *crowdfunding*, sembra ragionevole dunque immaginare che la delibera di aumento consenta espressamente che il capitale venga incrementato di un importo pari alle sottoscrizioni raccolte: si tratterà, dunque, di un aumento scindibile, ugualmente realizzabile nelle s.p.a. come nelle s.r.l..

una platea potenzialmente molto vasta di soggetti, non può conoscere *a priori* l'ammontare del capitale che verrà eventualmente raccolto, né l'ammontare del complessivo dell'operazione.²¹⁷

Altro profilo di criticità deriva dalla condizione necessaria per la positiva chiusura della campagna di *crowdfunding*: la condizione risolutiva dell'operazione per cui è necessaria la sottoscrizione di almeno il 5% dell'offerta da un investitore "sponsor". Sul punto, sotto il profilo contabile, se risulta che i versamenti sono soggetti a condizione risolutiva, essi debbono essere trattati come finanziamenti ed apposti fra i debiti. Poi, a seconda dell'esito dell'operazione, la posta si consoliderà definitivamente nella voce

²¹⁷ In questa prospettiva, forse si potrebbero inquadrare i contributi del crowd quali versamenti in conto capitale per un futuro aumento ovvero versamento in conto aumento: con queste formule sono stati, tradizionalmente, identificati quegli apporti dei soci destinati a coprire un aumento di capitale già deliberato ma non ancora formalmente eseguito ovvero quei versamenti destinati ad un generico aumento collocato nel tempo a venire o prossimo a essere deliberato. Quest'ultima ricostruzione, se riferita all'ipotesi dei finanziamenti da parte di terzi piuttosto che dei soci, pare la più adatta al caso di specie; e ciò è ancor più "calzante" se si considera che caratteristica peculiare di questi apporti risulta essere la sussistenza di un obbligo di restituzione a carico della società: i versamenti effettuati in previsione di un determinato aumento debbono essere dunque considerati risolutivamente condizionati alla mancata esecuzione di questo nei termini eventualmente fissati. Cfr. FREGONARA E., *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Milano, 2013.

“capitale”, oppure (laddove l’aumento non sia stato eseguito e sorga un diritto alla restituzione) rientrerà fra i debiti del passivo reale.²¹⁸

Ulteriore profilo di dubbio derivante dalla disciplina giuridica dell’*equity crowdfunding* è legato all’individuazione del momento e del luogo in cui si perfeziona il contratto tra l’investitore e la *start-up* o PMI innovativa.²¹⁹ Dal momento di adesione all’offerta a quello di effettivo possesso degli strumenti finanziari, e quindi dei relativi diritti, potrebbe trascorrere del tempo e talvolta l’offerta potrebbe non andare a buon fine. Ciò comporta che la qualità di socio non si assumerà direttamente attraverso la sottoscrizione dell’ordine di adesione e l’esecuzione del bonifico *online* a favore del conto corrente indisponibile, intestato all’emittente e deputato a queste operazioni; bisognerà attendere il termine finale fissato per la campagna di *crowdfunding* e la successiva iscrizione della delibera di aumento del capitale sociale presso il

²¹⁸ Così RUBINO DE RITIS M., *Gli apporti spontanei in società di capitali*, Giappichelli, Torino, 2001, pag. 134 ss.

²¹⁹ Analoghi problemi sono sorti nell’ambito della disciplina dei contratti di consumo via internet, v. DE NOVA G., *Un contratto di consumo via Internet*, in *Contratti*, 1999, pag. 113 ss., secondo cui, partendo dal principio generale in base al quale il contratto risulta concluso nel luogo e al momento in cui il proponente ha notizia dell’accettazione della proposta, e, considerato che la legge reputa inviato e pervenuto al destinatario un documento informatico trasmesso per via telematica all’indirizzo elettronico di quello, ma poiché il sito non ha una collocazione spaziale, il luogo di conclusione del contratto sarà quello indicato dal proponente.

registro delle imprese.²²⁰ In ogni caso, la delibera con cui si opti per la scindibilità dell'aumento potrà definire le condizioni di efficacia delle singole sottoscrizioni, prevedendo un'efficacia differita ovvero anche per *tranche*: in tale ultimo caso l'aumento verrebbe suddiviso in blocchi²²¹. D'altro canto, i versamenti provenienti dal "*crowd*" dovrebbero essere eseguiti in denaro e per intero in modo che le azioni o quote risultino sempre interamente liberate e la *start-up* possa lanciare ulteriori offerte.

Passando, invece all'analisi dei rischi per la tutela del consumatore-*crowdfunder*, come visto, si prospettano una serie di rischi: quello delle asimmetrie informative, quello della mancanza di utili e di perdita del capitale investito, quello della illiquidità dell'investimento e non ultimo quello della sottoscrizione di un contratto *online*.

Sotto il primo aspetto, il profilo di rischio dell'investimento che nasce da informazioni inesatte, mancanti, false o incomplete si ritiene sia difficilmente superabile con una maggiore indicazione delle informazioni da fornire da

²²⁰ OPPO G., *Disumanizzazione del contratto?*, in *Riv. dir. civ.*, 1998, I, pag. 531, secondo cui la digitazione del numero della propria carta di credito varrebbe quale semplice autorizzazione a riscuotere e non quale pagamento del prezzo.

²²¹ Sul punto v. NOTARI M., *Il diritto di opzione e la sua esclusione*, in *s.r.l. commentario*, dedicato a Giuseppe B. Portale, Giuffrè, Milano, 2011, pag. 932.

parte dell'offerente o con l'introduzione di un'estensione di responsabilità al portale per comunicazioni decettive. Infatti, su tale ultimo aspetto, il profilo di tutela del consumatore-*crowdfunder* sarebbe sormontato dal rischio di abuso che deriverebbe dalla circostanza che i consumatori-*crowdfunders* non esitano ad agire in giudizio nei confronti del portale ogniqualvolta il progetto finanziato non abbia buon esito, ipotesi questa tutt'altro che peregrina considerato che le imprese coinvolte sono perlopiù *start-up*. D'altronde, è sul portale che graverebbe l'onere di provare che non avrebbe potuto essere a conoscenza della falsità delle informazioni pubblicate sul suo sito²²². Tale impostazione, peraltro, comporterebbe ulteriori oneri e costi a carico del gestore²²³ con difficoltà che si ribalterebbero sull'intero mercato del *crowdfunding*, che già oggi fa non poca fatica a decollare²²⁴, frustrando, nell'ottica di una maggiore (e teorica) tutela del consumatore-*crowdfunder*, il

²²² Questa impostazione è presente nel regolamento statunitense.

²²³ Sicuramente i costi di una copertura assicurativa o di un'approfondita verifica circa la veridicità di ogni informazione veicolata sulla sua piattaforma e diffusa al pubblico dei consumatori-*crowdfunders*. Cfr. Iovieno, *cit.*, pag. 14.

²²⁴ Vale evidenziare, infatti, che ragionevolmente il portale si asterrà dal pubblicare offerte provenienti da piccole imprese ad alto tasso di rischio, soprattutto in quei casi in cui queste imprese hanno l'obiettivo di raccogliere un esiguo importo di capitali, in quanto un'attività di minuzioso controllo da parte del gestore risulterebbe antieconomica. Cfr. Iovieno, *cit.*, pag. 14.

principio alla base del *crowdfunding*, vale a dire la volontà di creare nuove fonti di capitali per quelle imprese incapaci di accedere ai tradizionali canali di finanziamento. Pertanto, un regime di responsabilità del portale, che scatterebbe nei casi in cui quest'ultimo non rilevi falsità od omissioni nelle informazioni trasmesse dalla società emittente, appare una previsione non solo non necessaria ma addirittura foriera di costi superflui e di pericolose distorsioni. Dunque si ritiene ragionevole – anche nell'ottica della tutela del consumatore-*crowdfunder* - la scelta adottata dal regolatore italiano, con la quale si è inteso affidare agli incentivi di mercato lo svolgimento dell'attività di intermediazione tra la domanda e l'offerta di credito nel mercato del *crowdfunding*²²⁵.

In relazione al secondo aspetto, è la stessa Consob a sottolineare il rischio legato al tipo di investimento in realtà societarie nuove, senza storia, in relazione a cui l'eventualità che il progetto non vada a buon fine è chiaramente superiore rispetto a società già collaudate ed operanti in determinati settori. La mancanza di elementi economici e razionali cui fare riferimento e di conseguenza l'approccio inevitabilmente emozionale con cui si valuta

²²⁵ Cfr. Iovieno, *cit.*, pag. 14.

l'investimento comportano l'opportunità di investire somme per cui si ritiene di poter subire una perdita totale. Si tratta, tuttavia, di un rischio fisiologico che il legislatore ha tentato di arginare fortificando i presidi attraverso vari strumenti normativi laddove gli investimenti siano di ammontare significativo, come abbiamo visto in precedenza.²²⁶

Il tema dell'illiquidità, poi, attiene alla circostanza che le partecipazioni in *start-up* e PMI innovative non sono negoziabili su mercati organizzati e, quindi, non sono facilmente liquidabili ed è altresì difficile stimarne il valore: non esistendo un mercato secondario su cui effettuare gli scambi, il consumatore-*crowdfunder* deve essere consapevole del rischio di restare "prigioniero" dell'investimento. Anche questo elemento conferma l'opportunità di destinare somme compatibili con il paventato pericolo; resta salvo il diritto di recesso nei casi contemplati dal regolamento Consob e nelle tradizionali ipotesi previste dal codice civile per le società di riferimento. In ogni caso, in assenza di un mercato organizzato per lo scambio, la società emittente potrebbe avere interesse ad agevolare un mercato per i propri strumenti finanziari. A tal fine si potrebbe immaginare la creazione, con

²²⁶ Si rimanda al precedente Capitolo II, par. 3

l'ausilio del portale, di punti di incontro "virtuali" tra gli investitori (*blog*) dove i soci possano seguire gli sviluppi della vita societaria e proporre la compravendita dei propri strumenti finanziari.²²⁷

Vi è poi il fattore *web* con tutti i problemi annessi alla contrattazione *online*: la diffusione dell'utilizzo di internet per le transazioni commerciali ha aumentato il rischio di «incappare in iniziative illecite o in vere e proprie truffe»²²⁸. Sul punto peraltro nulla è detto nel regolamento Consob e, di conseguenza, sorge spontaneo domandarsi quale sia la disciplina applicabile a questi contratti. Nel silenzio delle norme occorre, probabilmente, rifarsi, nei

²²⁷ In questo senso la guida "*Equity crowdfunding...Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una start-up innovativa tramite portali on-line*", cit..

²²⁸ Si fa riferimento alla guida "*Equity crowdfunding...Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una start-up innovativa tramite portali on-line*", cit., secondo cui di fronte ad una proposta di investimento via *e-mail*, o se si intende aderire ad un'offerta per sottoscrivere o acquistare prodotti finanziari su un sito internet, è bene fare qualche verifica in più, ad esempio: controllare che il soggetto che propone l'investimento sia chiaramente identificabile; verificare che gli indirizzi forniti (telefono, *fax* e sede del soggetto) corrispondano effettivamente a quelli del soggetto; verificare sempre direttamente presso la Consob che il gestore del portale sia iscritto al registro dei gestori di portali tenuto dalla Consob; verificare che l'indirizzo internet del portale cui si è connessi coincida con quello indicato nel registro dei gestori di portale presente sul sito della Consob; ricordare che la raccolta di capitali promossa tramite portali di *crowdfunding* iscritti nella sezione ordinaria del registro tenuto dalla Consob si perfeziona sempre tramite banche o imprese di investimento (SIM). Sul tema, v. CAGNASSO O., COTTINO G., *Contratti commerciali*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Gastone Cottino, vol. 9, Cedam, Padova, 2009, pag. 68; AZZARRI F., *La conclusione dei contratti telematici nel diritto privato europeo*, in *Contratti*, 2010, pag. 301 ss.; BACCIARDI E., *Contratti telematici e diritto di recesso*, in *Contratti*, 2010, pag. 381 ss.

limiti della compatibilità, alle regole impiegate per risolvere i problemi derivanti dall'*e-commerce* nel peculiare settore del collocamento dei prodotti finanziari.²²⁹

Il *corpus* normativo di riferimento sarebbe, dunque, composito: in parte reperibile nel Testo Unico della Finanza e nei documenti a quello "accessori", e in parte rinvenibile nel contesto del Codice del Consumo. In particolare, vi è chi ha intravisto in quest'ultimo testo legislativo un ulteriore strumento di tutela per i *crowdfunder*, ignorato dal regolamento Consob: si tratta dell'art. 67 *duodecies*, d.lgs. 206/05, che sospende l'efficacia del contratto, concluso via internet e avente ad oggetto attività di investimento, per quattordici giorni, decorrenti alternativamente dalla data di conclusione del contratto o dalla data in cui il cliente riceve l'informativa sulle condizioni contrattuali, se successiva;

²²⁹ Cfr. SANGIOVANNI V., *Il diritto di recesso nella commercializzazione a distanza di servizi finanziari*, in *Contratti*, 2009, pag. 411 ss.; TORELLI A., *Contratti a distanza e tutela consumatori. La nuova disciplina nella commercializzazione dei servizi finanziari*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2006, pag. 644 ss.; DELFINI F., *Commercio elettronico e servizi di investimento*, in *Contratti*, 2000, pag. 716 ss. Quanto alla normativa vengono in rilievo dapprima la Direttiva sul commercio elettronico (Direttiva 2000/31/CE), recepita con il d.lgs. 9 aprile 2003, n. 70, con un ambito di applicazione piuttosto esteso e successivamente il d.lgs. 19 agosto 2005, n. 190, che è specificatamente intervenuto anche sulla disciplina dei contratti aventi ad oggetto servizi finanziari, transitato nel Codice del consumo, d.lgs. 206/05

durante tale periodo l'investitore può recedere dal contratto di investimento senza fornire alcun motivo e senza penali.²³⁰

Le sanzioni previste dal Codice del Consumo per l'inadempimento sono molto gravi: il contratto di investimento è nullo, ma la relativa nullità può essere fatta valere solo dal consumatore in caso di violazione degli obblighi informativi, di omessa indicazione del diritto di recesso nel contratto, di omesso rimborso da parte dell'intermediario entro i quindici giorni successivi all'esercizio del recesso; sono inoltre previste pesanti sanzioni amministrative pecuniarie per chi ostacoli l'esercizio del diritto di recesso ovvero non rimborsi al consumatore le somme eventualmente pagate.

A questo punto, le domande che bisognerebbe porsi hanno diversa natura. In particolare ci si dovrebbe chiedere se al caso in esame si possa applicare la disciplina consumeristica della nullità sopra descritta. Dopodiché, la seconda problematica da dirimere fa riferimento al lasso temporale per

²³⁰ Il recesso deve essere esercitato a mezzo raccomandata con ricevuta di ritorno, a meno che prima della conclusione del contratto venga comunicato un diverso strumento. In conseguenza all'esercizio del recesso l'intermediario deve rimborsare tutte le somme versate dal consumatore, potendo trattenere solo il costo del servizio effettivamente prestato (ad es. le commissioni di incasso trattenute dall'esercente il servizio di carta di credito). Il diritto di recesso, come tutti i diritti del consumatore stabiliti dal Codice del Consumo, è irrinunciabile.

esercitare il diritto di recesso; per semplificare, ci si chiede se l'estensione della tempistica per il diritto di recesso che è fondata su di una norma di rango primario, possa o meno essere percorribile, nel caso in cui il consumatore abbia intenzione di far valere la nullità del contratto.

I dubbi non finiscono qui, perché sull'onda di queste riflessioni sorge un ulteriore interrogativo: a tutela della folla che eventualmente avesse investito nel *business* "innovativo" si può configurare la possibilità di promuovere un'azione collettiva risarcitoria ai sensi dell'articolo 140-*bis* del d.lgs. 206/2005 contro la gestione abusiva della *start-up* innovativa?

Da ultimo, uscendo per un attimo dal perimetro della normativa in commento, si osserva che, in via teorica, il finanziamento potrebbe essere anche erogato espressamente a "fondo perduto": ci troveremmo, probabilmente, di fronte ad un modello di *donation based* per cui non è prevista una forma di ricompensa di alcun genere della somma versata, e non troverà applicazione - quantomeno diretta - la recente normativa, in quanto dedicata all'*equity based crowdfunding*. Sotto il profilo contabile, si tratta di un versamento in conto capitale che in bilancio troverà la propria collocazione in

“altre riserve” del patrimonio netto²³¹. La prospettiva del finanziatore è unicamente rappresentata dalla soddisfazione di un interesse di natura idealistica.

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

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

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

²³¹ CERRATO S.A., *Aumenti di capitale e diritti del socio di s.r.l.*, in *Le nuove s.r.l.*, Zanichelli, Bologna, 2008, pag. 761 ss.

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

Un vero limite della disciplina in esame sembra essere rappresentato dal suo ristretto ambito applicativo, tracciato proprio dalla normativa primaria. Quello delle *start-up* innovative costituisce in effetti un settore "di nicchia" rispetto ad un meccanismo che potrebbe essere utilizzato in numerosi contesti.

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

In questa prospettiva, vi è chi ha individuato con argomentazioni differenti margini di manovra per svolgere un'attività di raccolta di capitali di

rischio attraverso piattaforme *web* al di fuori delle ipotesi contemplate nel decreto²³².

Le prospettive in ordine ai possibili sviluppi della regolamentazione del *crowdfunding* debbono poi passare anche attraverso l'Europa e la MiFID²³³. È perciò auspicabile un intervento normativo a livello europeo volto a ristabilire l'uniformità nella tutela degli investitori, indipendentemente dai profili degli emittenti, a introdurre una disciplina generale per il fenomeno del

²³² In questo senso cfr. MALTONI M., SPADA P., *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, su www.cavererespondere.it, secondo i quali «nella nozione di “offerta al pubblico” di prodotti finanziari, fissata nel glossario dell'art. 1, comma 1°, lett t) del TUF, rientra “ogni comunicazione, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti”; sicché non si vede ostacolo alcuno a veicolare l'offerta tramite portali telematici – impregiudicata la vigilanza Consob. La riserva del portale all'offerta di sottoscrizione di prodotti finanziari emessi da imprese *start up* innovative, immune dal regime delle offerte di sottoscrizione e vendita di cui al capo I, del titolo II, della parte IV del TUF (perché di ammontare inferiore a quello fisato dalla Consob, a norma della lett. c dell'art. 100, 1° comma), non solo non esclude l'offerta di sottoscrizione con altre modalità ma dovrebbe far salva l'applicazione dell'art. 100 *bis* che esige il prospetto nel caso della rivendita di prodotti finanziari già oggetto di un'offerta “esente dall'obbligo di pubblicazione del prospetto”. Insomma, si ha l'impressione che l'art. 30 della legge in commento abbia dettato una disciplina dei portali come veicolo di offerte al pubblico di prodotti finanziari concepita per i prodotti finanziari delle imprese *start up* innovative; ma che, nel sistema del TUF, il regime di questa modalità d'offerta debba riferirsi ad ogni offerta al pubblico, indipendentemente dalla connotazione dei prodotti offerti». Sul tema cfr. anche PIATTELLI U., cit., pag. 100; PINTO M., *L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal 'Decreto Crescita'’*, in *Le Società*, n. 7/2013.

²³³ GIANNELLI G., *Proposte di modifica alla Direttiva MiFID da parte della Commissione europea*, in *Riv. soc.*, 2011, pag. 1338, dove si sottolinea come la proposta comunitaria sia nel senso di estendere, in modo consistente, l'applicazione degli obblighi di comportamento.

crowdfunding, allargando gli attuali angusti confini della regolamentazione italiana (oltre le *start-up* innovative) e, infine, ad adottare da parte dell'organismo di vigilanza europeo, ESMA, prassi di controllo uniformi.²³⁴

D'altro canto, l'Italia, pur all'avanguardia nella regolamentazione, sconta la pena dell'assenza di esperienza in questo settore e risulta caratterizzata da una diffusa scarsa familiarità con il *web* che produce diffidenza e sfiducia negli acquisti *online* e il rischio di allontanamento degli investitori, per tradizione cauti, da questi nuovi meccanismi²³⁵.

La regolamentazione in esame rappresenta, in ogni caso, un importante traguardo: il primo grande passo per sostenere la "rivoluzione del *crowdfunding*" che si accompagna all'evoluzione sociale della rete e dei *social media*. Tuttavia, il quadro complessivo in relazione alla protezione del consumatore presenta importanti tutele per il *crowdfunder* non professionale, il quale deve inevitabilmente affrontare e superare un assetto di rischi che sono – sotto un certo profilo – fisiologicamente legati alla natura dell'investimento

²³⁴ In questa direzione la Commissione Europea, in data 3 ottobre 2013, ha lanciato una consultazione pubblica su questo processo di finanziamento per esplorare le modalità secondo cui l'azione europea può promuovere il *crowdfunding* in Europa.

²³⁵ Si veda CASTRATARO D., PAISI., *Analisi delle piattaforme italiane di Crowdfunding*, 2014, pag. 87.

in *start-up* e PMI Innovative. Dunque si potrebbe certamente auspicare una nuova impostazione regolamentare che possa favorire un coinvolgimento meno rischioso del consumatore-*crowdfunder*, nonostante questo auspicio debba necessariamente fare i conti con una regolazione che resta in attesa di individuare con maggiore dettaglio il livello di coinvolgimento dei consumatori-*crowdfunder* rispetto agli investitori c.d. professionali²³⁶.

Quest'ultimo aspetto non deve nascondere come le basi normative finora adottate nel nostro ordinamento siano decisamente all'avanguardia rispetto alla media dei paesi europei; tuttavia coloro che si servono di questi strumenti sono maggiormente imprenditori under 40, che hanno una certa dimestichezza con le leggi naturali che regolano il *web*. Dunque, sarebbe auspicabile anche lo sviluppo da parte delle istituzioni di una maggiore educazione imprenditoriale telematica, diretta a sensibilizzare e facilitare l'accesso a

²³⁶ Sul punto nella Relazione sull'attività di analisi di impatto della regolamentazione, cit., pag. 20, si legge che *"con riferimento alla valutazione ex post del Regolamento cd. "crowdfunding" sono stati identificati alcuni indicatori che potranno offrire una rappresentazione quantitativa dell'impatto della regolamentazione. I dati presi in considerazione saranno quelli maggiormente in grado di rappresentare indicatori di risposta a quattro domande fondamentali sul Regolamento: a) Ha favorito lo sviluppo dell'attività da parte di gestori autorizzati istituendo regole semplici e poco onerose? b) Ha creato un ambiente affidabile? c) Che tipo di investitori operano attraverso i portali? d) Che ruolo rivestono gli investitori istituzionali? Sulla base di queste domande è stato definito un primo set di indicatori in grado di orientare l'Istituto nella VIR, che sarà successivamente integrato tenendo conto dei dati effettivamente disponibili"*.

metodi e piattaforme digitali per lo sviluppo di nuove idee di *business*, come succede nella maggior parte dei paesi Nord Europei.

BIBLIOGRAFIA

A

AA.VV., *Equity crowdfunding i conti non tornano*, Crowdinchiesta realizzata da EticaNews nei mesi di febbraio, marzo, aprile 2015. Disponibile all'indirizzo: www.eticanews.it/wp-content/uploads/2015/07/ebook-Equity-crowd.pdf.

AA.VV., *Crowdfunding. A policy response submission on crowdfunding*, The Institute of Public Accountants, July 2015.

ABRIANI N., *Diritto delle società. Manuale breve*, Giuffré Editore, 2012, pagg. 304 e ss.

AA.VV., *Pensco Crowdfunding Report*. Pensco Trust Company, 2015.

AFME - ASSOCIATION FOR FINANCIAL MARKETS IN EUROPE, *Raccolta di finanziamenti per le piccole e medie imprese europee. Una guida pratica al reperimento di finanziamenti tramite prestiti, obbligazioni e capital*", settembre 2015, <http://www.borsaitaliana.it/pro-link/studiericerche/raisingfinanceforeurope.pdf>;

AGRAWAL A. K., CATALINI C., GOLDFARB A. (2011). *The geography of crowdfunding*, 2011. Disponibile all'indirizzo: <http://www.nber.org/papers/w16820>

AGRAWAL A.K., CATALINI C., GOLDFARB A., *Some Simple Economics of Crowdfunding*. Working Paper No. 19133, 2013

AGRAWAL A.K., CATALINI C., GOLDFARB A., *Some Simple Economics of Crowdfunding*. Innovation Policy and the Economy, vol. 14, Lerner and Stern ed., 2014.

AHLERS G. K. C., CUMMING D., GÜNTHER C., SCHWEIZER D., *Signaling in equity crowdfunding*. *Entrepreneurship: Theory & Practice*. June 2015, Vol. 39 Issue 4, pg. 955-980, 2015

AIFI - ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL, in collaborazione con FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, "*Private Equity e corporale governance delle imprese*", Commissione Corporate Governance, 2014.

Disponibile all'indirizzo:
www.aifi.it/?wpdmact=process&did=OTA2LmhvdGxpbms=

AIFI - ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITALE, *Il mercato italiano del private debt*, marzo 2016. Disponibile all'indirizzo:
<http://www.aifi.it/altre-pubblicazioni/>.

AL-MUBARAKI H., *A Comparative Study of Incubators' Landscapes in Europe and the Middle East*, European Journal of Business and Management, Vol. 4, N.10, pagg. 1-10, 2012.

AL-MUBARAKI H., BUSLER M., *Critical Activity of Successful Business Incubation*, International Journal of Emerging. Sciences, 1(3), pagg. 455-464, 2011.

ALBANESE A., *Il controllo preventivo sugli atti delle società di capitali e delle cooperative fra storia e cronaca*, in Rivista trimestrale di Diritto e Procedura Civile, n. 3/2001, 2001.

ALBARETO G. E FINALDI RUSSO P., *Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n. 127/2012, 2012. Disponibile all'indirizzo: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2012-0127/index.html>.

ALDRICH, H., *Organizations Evolving*, Thousand Oaks, CA: Sage Publications, 1999

ALPA G., *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2009, n. 1, pag. 83 ss.

ALPA G., ROSSI CARLEO L. (a cura di), *Codice del consumo. Commentario*, Napoli, 2005.

ALVISI P., *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*. *Rivista di Diritto Bancario*, estratto dal n. 03/2014, 2014. Disponibile all'indirizzo: www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/alvisi_p._equity_crowdfunding_uno_sguardo_comparatistico_2014.pdf

AMATO R., *Dopo lo stop di Bankitalia a Zopa il prestito social riparte con Smartika*, in www.repubblica.it, 3 aprile 2012.

AMOROSINO A. (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Giuffrè, Milano, 2013.

ANDREANI G. TUBELLI A., *Apporti di opere e servizi a favore di «start up» innovative e incubatori certificati*, in *Corriere tributario*, 2013, pagg. 1903- 1909.

ANDREANI G. TUBELLI A., *Misure di favore per la nascita e sviluppo di imprese start-up innovative e incubatori certificati*, in *Corriere Tributario*, 2013, pagg. 254- 258.

ANDREANI G. TUBELLI A., *Semplificazioni in arrivo per start-up innovative e incubatori certificati*, in *Corriere Tributario*, 2012, pagg. 3225-3231.

ANDREATTA D., *La nuova procedura di composizione della crisi da sovraindebitamento*, in www.diritto24.ilsole24ore.com, 13 febbraio 2012.

ANDREONI A., PELLIGRA V., *Microfinanza dare credito alle relazioni*, Bologna, 2009.

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2013.

APPIO C.L., *Emissione di cambiali finanziarie e accesso delle piccole e medie imprese al mercato dei capitali*, Bari, 2013.

ASSOCIAZIONE PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E BORSA, *Osservatorio monetario 3/2014*, 2014. Disponibile all'indirizzo: http://www.assbb.it/contenuti/news/files/OM3_2014.pdf.

ASSONIME - ASSOCIAZIONE FRA LE SOCIETÀ ITALIANE PER AZIONI, *L'impresa start up innovativa*, Circolare n. 11 del 6 maggio 2013, in *Rivista del notariato*, fasc. n. 2/2013, 2013.

ASSONIME - ASSOCIAZIONE FRA LE SOCIETÀ ITALIANE PER AZIONI, *Le imprese innovative*, Circolare n. 6 del 22 febbraio 2016.

ASSONIME - ASSOCIAZIONE FRA LE SOCIETÀ ITALIANE PER AZIONI, *L'impresa start up innovativa*, Circolare n. 11, 6 maggio 2013, in *Rivista del Notariato*, vol. LXVII, marzo-aprile 2013, pagg. 513-578, 2013.

ATTANASIO F., *S.r.l. semplificata verso il superamento della nozione di capitale sociale?*, *Il Commento*, in *Le Società*, n. 8-9/2012, 2012.

AURICCHIO M., CANTAMESSA M., COLOMBELLI A., CULLINO R., ORAME A. PAOLUCCI E., *Questioni di Economia e Finanza. Gli incubatori d'impresa in Italia*. N.216. Banca d'Italia Eurosystem, 2014

AZZARRI F., *La conclusione dei contratti telematici nel diritto privato europeo*, in *Contratti*, 2010.

B

BACCIARDI E., *Contratti telematici e diritto di recesso*, in *Contratti*, 2010, pag. 381-391.

BAECK P. E COLLINS L., *Working the crowd: a short guide to crowdfunding and how it can work for you*, May 2013. Disponibile all'indirizzo: <http://www.nesta.org.uk/>.

BANCA D'ITALIA, *Banca Borsa e titoli di credito*, pag. 567-592, 2009.

BANCA D'ITALIA, *La ricchezza delle famiglie italiane*. Supplemento al bollettino statistico. N.69, anno 24, 16/12/2014, 2014.

BANCA D'ITALIA, *Bollettino economico*. Numero 2 di aprile 2015, 2015.

BARBATI G., *L'ecosistema israeliano delle startup*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 ottobre 2013. Disponibile all'indirizzo: http://www.ilsole24ore.com/art/tecnologie/2013-10-25/l-ecosistema-israeliano-startup-155415.shtml?uuid=ABpYLMZ&refresh_ce=1.

BARNETT C., *JOBS Act Title III: Investment Being Democratized Moving Online*. On-line *Forbes Magazine*, 10/2013, 2013.

BARNETT C., *Top 10 Crowdfunding Sites For Fundraising Forbes Entrepreneurs*, 2013. Disponibile all'indirizzo: <http://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2013/05/08/top-10-crowdfunding-sites-for-fundraising/#60ae1a661cfb1c6eaf011cfb>.

BAROLLO A. E CASTRATARO D., *Il Crowdfunding civico: una proposta*, 2012. Disponibile all'indirizzo: <http://issuu.com/alessiobarollo/docs/civic-crowdfunding>

BASSANINI F.; *La regolazione intelligente e la 'qualità' delle liberalizzazioni*, prefazione al libro di ASTRID, "La regolazione intelligente. Un bilancio critico delle liberalizzazioni italiane", B. G. MATTARELLA E A. NATALINI (a cura di), Passigli Editori, 2013.

BATTAGLIA R., *I nuovi procedimenti di composizione della crisi da sovraindebitamento dopo il maquillage della L. n. 3/2012*", in *Il Fallimento*, n. 12/2013, 2013.

BATTAGLIA R., *I nuovi procedimenti di composizione della crisi da sovra indebitamento dopo il maquillage* della l. n. 3/2012, in *Il Fallimento*, 2013, pag. 1433-1450.

BATTIGAGLIA G, NACCARATO M. G., *Il tentativo di mitigare gli obblighi dei “gestori dei portali” nel nuovo regolamento sull’Equity Crowdfunding*, luglio 2013, 2013. Disponibile all’indirizzo: http://www.Dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/battigaglia_r_e_naccarato_m.g.il_tentativo_di_mitigare_gli_obblighi_dei_gestori_dei_portali_nel_nuovo_regolamento_sullequity_crowdfunding_2013.pdf.

BATTIGAGLIA R. E NACCARATO M.G., Simmons & Simmons, *Il tentativo di mitigare gli obblighi dei “gestori dei portali” nel nuovo regolamento sull’Equity Crowdfunding*, 2013. Disponibile all’indirizzo: <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/crowdfunding/tentativo-di-mitigare-obblighi-dei-gestori-dei-portali-nuovo-regolamento-equity-crowdfunding>.

BATTIGAGLIA R. E NACCARATO M.G., Simmons & Simmons, *Equity Crowdfunding: prerogativa di tutti o possibilità per pochi?* 2013. Disponibile all’indirizzo http://www.dirittobancario.it/sites/default/files.battigaglia_r_e_naccarato.

BBVA - BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, *Digital economy and financial systems. Crowdfunding in 360°: alternative financing for the digital era*, Digital Economy Watch, 30 gennaio 2015 in CUESTA, DE LIS, ROIBAS, RUBIO, RUESTA, TUESTA, URBIOLA (a cura di), 2015. Disponibile all’indirizzo:

www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2015/02/Crowdfunding_Watch.pdf.

BCE-COMMISSIONE EUROPEA: *SMEs' Access to Finance survey 2013*, 2013.

Disponibile all'indirizzo:

http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/2013-safe-analytical-report_en.pdf.

BECHTER, C., JENTZSCH, S., FREY, M., *From wisdom of the crowd to crowdfunding*, Journal of Communication and Computer, 8, pag. 951-957, 2011.

BELLEFLAMME P., LAMBERT T., SCHWIENBACHER A., *Crowdfunding: tapping the Right Crowd*. The Journal of Business Venturing, 07/2013, 2013.

BELLEFLAMME P., LAMBERT T., SCHWIENBACHER A., *Individual Crowdfunding Practices*, The Journal of Business Venturing, 03/2013, 2013.

BENAZZO P., *I controlli interni nella s.r.l. dal 1942 al 2012*, in Rivista di Diritto Societario, n. 1/2013, 2013.

BENAZZO P., *I controlli nelle società a responsabilità limitata: singolarità del tipo od omogeneità della funzione*, in Rivista delle società, n. 1/2010, 2010.

BENAZZO P., *La s.r.l. Start Up innovativa*, in Nuove Leggi Civili Commentate, n. 1/2014, 2014.

BERGER A.N., UDELL G.F., *The economics of small business finance the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*, Journal of banking and finance, Volume 22, pg.613-673, 1998.

BERNANKE B. S. e LOWN C. S., *The Credit Crunch*, Brookings Papers on Economic Activity, n. 2/1991, 1991.

BERNANKE B.S., LOWN C.S., *The credit crunch*, Bookings Papers on Economic Activity, pag. 205-239, 1991.

BIANCHI S., *Fair Value: scelta di trasparenza oppure uno degli imputati del 'Credit Crunch'?*, in Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 6/2008, 2008.

BIGNAMI M., D.L. 2013/76: *un passo avanti per le start-up innovative, ma il mercato non cresce*, in www.diritto24.ilsole24ore.com, 17 ottobre 2013, 2013.

BIGNAMI M., *Il crowdfunding italiano per le start-up innovative: un'occasione mancata?*, in www.diritto24.ilsole24ore.com, 22 aprile 2013, 2013.

BLANDINI A., *Servizi finanziari per via telematica e le prospettive del diritto societario online*, in Banca Borsa Titoli di Credito, n. 1/2016, 2016.

BOLLETTINARI A., *Le novità previste dal D.L. 3/2015: l'introduzione delle 'piccole e medie imprese innovative? e la modifica della disciplina della startup innovativa* in Il Nuovo Diritto delle Società, n. 4/2015, 2015.

BOLLETTINARI A., *Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme online nella prassi e nella recente legislazione*, in Il nuovo diritto delle Società, n. 2, 2013, pagg. 9-35. Disponibile all'indirizzo: http://www.carbonell-law.org/NuevoDiseno/crisis/revista93/Articulos/revista_italiana.pdf.

BORTOLONI M., *Incentivi start-up: prove di sblocco*, in Il Sole 24 Ore, 7 giugno 2013, 2013. Disponibile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/norme-e->

tributi/2013-06-07/incentivi-start-prove-sblocco064319.shtml?uuid=AbpZ4s2H.

BOURSIER G., *Il prestito privato, In tempi di crisi economica, mentre le banche stringono sui crediti a famiglie e imprese, si diffonde anche in Italia il social lending: il privato presta a privati, e tutti ci guadagnano*, in www.corriere.it, 23 gennaio 2013, 2013.

BRABHAM D.C., *Moving the crowd at iStockphoto: the composition of the crowd and motivations for participation in a crowdsourcing application*, 2008. Disponibile all'indirizzo: <https://dbrabham.files.wordpress.com/2011/01/istock-data-report.pdf>.

BRADFORD C.S., *Crowdfunding and the federal securities law*, in *Columbia Law Review*, 2012.

BRADFORD C.S., *The new federal crowdfunding exemption: promise unfulfilled*, *Securities regulation law journal*, 2012.

BRANZOLI N. E. GUAZZAROTTI G., *Il mercato dei private placement per il finanziamento delle imprese*, *Banca d'Italia in Questioni di Economia e Finanza*, numero 262, Marzo 2015, 2015. Disponibile all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2015-0262/QEF_262.pdf.

BRUNELLO A., *Il manuale del crowdfunding*. Edizioni MDB – Modelli di Business, 2014.

BUSANI A., *Il Commento*, in *Le Società*, n 10/2013, 2013.

BUSANI A., *Srl : il nuovo ordinamento dopo il D. Lgs. 6/2003*, Egea, 2003.

BUSANI A., *La nuova società a responsabilità semplificata e la nuova s.r.l. con capitale inferiore a 10mila euro*, in *Le società*, 2013, pagg. 1068-1086.

BUSANI A., *Massime notarili e orientamenti professionali, La società a responsabilità limitata semplificata*, in *Le società*, 2013, pagg. 723-739.

BUSANI A., *Titoli di debito di s.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni*, in *Le società*, 2013, pagg. 1317-1325.

BUSNARDO P., *Il financing delle start-up*, Università Cà Foscari, Venezia, 2005.

BUYSERE K., GAJDA O., KLEVERLAAN R., MAROM D., *A framework for European crowdfunding*, 2013.

C

CACOPARDO B., *Il fundraising e l criticità dello start-up*, in *Enti non profit*, 2011, pagg. 28-32.

CAGNASSO O., *I diritti particolari di soci di s.r.l. Profili operativi*, *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 6/2007, 2007.

CAGNASSO O., *Le novità relative alla s.r.l.*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 9/2015, 2015.

CAGNASSO O., *Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (dalla 'nuova' alla 'nuovissima' s.r.l.)*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 5/2014, 2014.

CALVERI C., ESPOSITO R., *Crowdfunding 2013 world: report, analisi e trend*, 2013.
Disponibile all'indirizzo: <http://www.slideshare.net/DeRevOfficial/derev-crowdfunding-world-2013>.

CAMERA DEI DEPUTATI, *Misure urgenti per il sistema bancario e per gli investimenti – Decreto-legge n. 3/2015, A.C. 2844, Verifica delle quantificazioni*, 3 marzo 2015,
Disponibile all'indirizzo
<http://documenti.camera.it/Leg17/Dossier/Pdf/VQ2844.Pdf>.

CAMERA DEI DEPUTATI, *Le Fondazioni Bancarie, in Temi dell'attività parlamentare*.
Disponibile all'indirizzo
<http://www.camera.it/leg17/browse/465?area=7&tema=546&Fondazioni+bancarie>.

CAMERE DI COMMERCIO D'ITALIA, *Report trimestrale. 4° Trimestre 2015*, 2015.
Disponibile all'indirizzo
http://startup.registroimprese.it/report/4_trimestre_2015.pdf.

CAMPOBASSO G. F., *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, ed. da UTET Giuridica, 2012, 8a Edizione, M. CAMPOBASSO (a cura di).

CAPELLI I., *Brevissime considerazioni sull'equity based crowdfunding*, *Rivista di diritto bancario*, estratto dal n. 03/2014, 2014.

CAPELLI I., *L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*, Orizzonti di diritto commerciale, 25 giugno 2014, pg.1-20.

CAPELLI I., *L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*, Relazione al V Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale sul tema "*L'impresa e il Diritto Commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore della crisi*", in Orizzonti del Diritto Commerciale. 22 febbraio 2014. Disponibile all'indirizzo www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24090/capelli_i.pdf.

CAPIZZI V. GIOVANNINI R., *Business Angels e Informal Venture Capital in Italia*, caratteristiche, strategie e processi gestionali, Roma, 2009.

CAPOBIANCO E., *La determinazione del regolamento*, in *Tratt. Roppo*, a cura di G. Vettori, Milano, 2006.

CAPPIELLO R., *Rassegna di diritto societario (1993-1998): Azioni, quote e obbligazioni*, in *Rivista delle Società*, n. 3-4/2000, 2000.

CAPRIGLIONE F., *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013.

CAPRIGLIONE F., "*Etica e finanza*" alla luce della recente crisi finanziaria, in AA.VV., *Capitalismo avanzato e innovazione finanziaria*, a cura di DE CARLI, Milano, 2012.

CARATOZZOLO R., *La disciplina italiana dell'equity crowdfunding: tra incentivazione degli emittenti e tutela degli investitori*, *Rivista trimestrale di diritto dell'economia, rassegna di dottrina e giurisprudenza*, numero 4 del 2013, pag. 256-294, 2013.

CARBONE S., FIAMMA F., *Il piano di lavoro e l'indagine conoscitiva, atti del convegno Indagine conoscitiva sul crowdfunding*, Roma, 1 febbraio 2013, 2013.

CARLEO R., *Lo stato attuale del diritto privato europeo*, in *Problemi del contratto e diritto privato europeo* in Atti del Convegno organizzato dall'Università degli Studi di Teramo il 6 dicembre 2012, a cura di R. Carleo, Napoli, 2014.

CARLOTTI M. *Tecniche di private equity. Il fondo e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, Egea, Milano, 2003.

CARLOZO L., *Crowdfunding: a New Frontier for Investors. Crowdfunding for businesses is a new opportunity, but is it a safe place to put your investment dollars?* 2015. Disponibile all'indirizzo: <http://money.usnews.com/money/personal-finance/mutual-funds/articles/2015>.

CARRIÈRE P., *Il problematico inquadramento delle Investment Companies nel vigente quadro normativo del mercato finanziario*, in *Rivista delle Società*, n. 5/2007, 2007.

CASTRATARO D., WRIGHT T., *The future of crowdfunding*, 2013. Disponibile all'indirizzo: <http://www.slideshare.net/crowdfuture/ebook-crowdfuture>.

CASTRATARO D., *Il regolamento CONSOB sull'equity based crowdfunding*, 2013, Disponibile all'indirizzo: <http://www.crowdfundingitalia.com/>.

CASTRATARO D., PAIS I., *Analisi delle piattaforme italiane di Crowdfunding. Aggiornamento Semestrale – Maggio 2014* Disponibile all'indirizzo: <http://www.slideshare.net/italiancrowdfunding/analisi-delle-piattaforme-italiane-di-crowdfunding-ottobre-2013>.

CASTRATARO D., WRIGHT T., BAHR I., FRINOLLI C., CROWDFUTURE – *The future of Crowdfunding*, 2013.

CENSIS, *Dodicesimo Rapporto sulla comunicazione. L'economia della disintermediazione digitale*. Franco Angeli, Milano, 2015.

CERAN M., *Social lending, quando il finanziamento si chiede alla Rete*, 29 maggio 2013. Disponibile all'indirizzo: www.corriere.it.

CESARE F., *La crisi delle start up innovative in bilico tra sovraindebitamento e istituti della legge fallimentare*, *Diritto 24*, 9 febbraio 2016.

CHARNES, A., COOPER, W. W., RHODES, E., *Measuring the Efficiency of Decisionmaking Units*, *European Journal of Operational Research*, 2, pagg. 429-444, 1978.

CHEFFINS B. R., *The History of Corporate Governance*, in *Oxford Handbook of Corporate Governance*, Mike Wright, Donald Siegel, Kevin Keasey e Igor Filatotchev, eds. Oxford University Press 2013, University of Cambridge, Faculty of Law, Research Paper n. 54/2012, ECGI - European Corporate Governance Institute, Law Working Paper n. 184/2012. Disponibile all'indirizzo: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1975404.

CHIODA E., *nuovi italiani e le loro imprese straordinarie*, in www.ilsole24ore.com, 25 ottobre 2013.

CHIONNA V., *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca Borsa e titoli di credito*, 2011, pag. 1-10.

CHOLAKOVA M., CLARYSSE B., *Does the possibility to make equity investments in crowdfunding projects crowd out reward-based investments?*, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, January 2015, Vol. 39 Issue 1, pg. 145-173, 2015.

CHRISTENSEN A., *Equity crowdfunding puts new pressure on regulation*. *Global Risk Insights*. Disponibile all'indirizzo: <http://globalriskinsights.com/2015/03/equity-crowdfunding-put-new-pressures-on-regulation/>.

CIAN M., *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, n. 6/2014, 2014.

CIAN M., *Società start-up innovative e pmi innovative*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 6/2015, 2015.

CIAN M., *S.r.l., s.r.l. semplificata, s.r.l. a capitale ridotto. Una nuova geometria del sistema o un sistema disarticolato?*, in *Rivista della società*, 2012, pag. 1101-1123.

CIFARELLI R., *Le start-up innovative*, *Giornale di diritto amministrativo*, pagg. 245-249, 2013.

COLETTI G., *Il crowdfunding locale supporta le reti territoriali*, *Il Sole 24 Ore*, 18 dicembre 2013. Disponibile all'indirizzo: www.ilsole24ore.com.

COMMISSIONE EUROPEA, *Il crowdfunding. Cosa è. Una guida per le piccole e medie imprese*, 2014. Disponibile all'indirizzo: <http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/10229/attachments/1/translations/it/renditions/native>.

CONSIGLIO DEI MINISTRI, *Relazione al D.Lgs. n. 6/2003, Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 Ottobre 2001, n. 366.* Disponibile all'indirizzo: http://www.tuttocamere.it/files/dirsoc/RDS_RELAZIONE_Cod_Civ.pdf.

CONSOB, *Revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line.* Documento 'Esiti della Consultazione del 25 febbraio 2015. Disponibile all'indirizzo: http://www.consob.it/documents/46180/46181/esiti_crwd_20151203.pdf/8a6b5227-4452-4594-b539-6abb5374b8df.

CONSOB, Divisione strategie regolamentari, *Attuazione dell'articolo 30 del D.L 179/2012: analisi dell'impatto della regolamentazione e piano di lavoro*, atti del convegno "Indagine conoscitiva sul crowdfunding", Roma, 1 febbraio 2013.

CONSOB, Comunicazione n. DTC/13038246 del 06 Maggio 2013, Disponibile all'indirizzo: <http://www.CONSOB.it/main/documenti/bollettino2013/c13038246.htm>.

CONSOB, *Comunicazione riguardante lo svolgimento da parte di banche ed imprese di investimento dell'attività di gestione di portali on line per la raccolta di capitali per le start up innovative*, n. 0066128, 01 Agosto 2013, Disponibile all'indirizzo: http://www.CONSOB.it/main/documenti/bollettino2013/c0066128.htm?symbblink=/main/trasversale/risparmiatori/investor/crowdfunding/link_com0066128.html.

CONSOB, *L'equity crowdfunding*, Position papers, Agosto 2016

CONSOB, *Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una "start-up innovativa" tramite portali on-line*, Disponibile all'indirizzo: http://www.consob.it/documenti/crowdfunding/equity_crowdfunding_v3.pdf.

CONSOB, *Relazione per l'anno 2014*. Roma, 31 marzo 2015. Consorzio camerale per il credito e la finanza, *Il Regolamento sull'equity crowdfunding*, 2015. Disponibile all'indirizzo: http://www.consorziocamerale.eu/writable/documenti/DOC_20131001170212.

COOPER A. C., *The role of incubator organisations in the founding of growth oriented firms*, *Journal of Business Venturing*, 1, pagg. 75-86, 1985.

CORBETTA M., *Ecco l'identikit delle startup innovative*, 2014. Disponibile all'indirizzo: in www.agendadigitale.eu.

CORDELLA C., *Riforma Fornero e start up innovative, le modifiche targate 2012 in tema di contratto a tempo determinato: tra finalità economico- occupazionali e recepimento del diritto comunitario*, Disponibile all'indirizzo: http://csdle.lex.unict.it/Archive/WP/WP%20CSDLE%20M%20DANTONA/WP%20CSDLE%20M%20DANTONAIT/20130404050123_cordella_n171-013itpdf.pdf.

CORDOVA A., DOLCI J., GIANFRATE G., *Crowdfunding: Towards the Democratization of Innovation Financing*. Handbook of Global Science, Technology, and Innovation, 2013.

CORTESE A., *The crowdfunding crowd is anxious*, in www.nytimes.com, 5 gennaio 2013, 2013.

COSSU M., *Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione italiana recente*, in Banca Borsa Titoli di Credito, n. 4/2015, 2015.

COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2013.

CRIMALDI G.; *Nuove opportunità di lavoro e start up: ecco come Israele vince la sfida mondiale. Tel Aviv capitale dell'innovazione*, Il Mattino, 15 Febbraio 2015.

Disponibile all'indirizzo:

http://www.ilmattino.it/economia/israele_start_up_lavoro-866799.html

CRUCIL A., *La disciplina dell'equity crowdfunding in Italia: emanato il Regolamento Consob sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative*. Rivista delle società, n.5/2014, pg. 1058-1061, 2014.

CUESTA C., DE LIS S.F., ROIBAS I., RUBIO A., RUESTA M., TUESTA D., URBIOLA P., *Crowdfunding in 360°: alternative financing for the digital era*, 2015.

CULICCHI R., *Prime considerazioni sul nuovo regolamento CONSOB in tema di equity crowdfunding*, in DirittoBancario, 2013.

D

D'AMATO F., MICONI A., *Produzione culturale, crowdfunding e capitale sociale: uno studio empirico su produzioni dal basso*, in Sociologia della comunicazione, 2012, pag. 135-148.

D'ANGERIO V., *I finanziamenti via web sette in rampa di lancio*, Il sole 24 Ore, 4 gennaio 2014.

D'ANGERIO V., *I finanziamenti web scattano in sordina*, in Il sole 24 Ore, 14 dicembre 2013.

D'APICE R. (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, ed. da Il Mulino, 2010.

DANMAYR F., *Archetypes of Crowdfunding Platforms. A Multidimensional Comparison*, 2013

DAVIDOFF S. M., *A Year Later, The Missed Opportunity of The Jobs Act*, in The New York Times, 11 giugno 2013. Disponibile all'indirizzo: <http://dealbook.nytimes.com/2013/06/11/a-year-later-the-missed-opportunity-of-the-jobs-act>.

DAVIDOFF S. M., *Trepidation and restrictions leave crowdfunding rules weak*, in www.nytimes.com, 29 ottobre 2013.

DAVIES R., *Civic Crowdfunding: Participatory Communities and the Political Economy of Place*. SSRN Electronic Journal, 05/2014, 2014.

DE BUYSERE K., GAJDA O., KLEVERLAAN R., MAROM D., *European crowdfunding network, Regulation of Crowdfunding in Germany, the UK, Spain and Italy and the impact of the European Single Market*, 2013. Disponibile all'indirizzo: <http://www.europecrowdfunding.org/2013/06/regulation-of-crowdfunding-in-germany-the-uk-spain-and-italy-and-the-impact-of-the-european-single-market/>.

DE BUYSERE K., GAJDA O., KLEVERLAAN R., MAROM D., *A Framework for European Crowdfunding*, 2012. Disponibile all'indirizzo: http://www.europecrowdfunding.org/files/2013/06/FRAMEWORK_EU_CROWDFUNDING.

DE LUCA R. - FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *Il crowdfunding quadro normativo, aspetti operativi ed opportunità*, 2015. Disponibile all'indirizzo: <http://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/node/846>.

DELLI FALCONI F., MARIANETTI G., *Agevolazioni per la forza lavoro e incentivi agli investimenti per le start-up innovative*, in *Corriere Tributario*, 2012, pagg. 3341-3345.

DETTORI G., *14 cose da sapere e due grossi nodi per far partire il crowdfunding in Italia*. 2014. Disponibile all'indirizzo: <http://www.chefuturo.it>.

DI DIEGO S., *Creare una start-up innovativa: tutto quello che c'è da sapere per diventare un imprenditore di successo*, Franco Angeli Edizioni, Milano, 2013.

DI DIEGO S., *Come metter su una start up di successo e fare i soldi*, 2013. Disponibile all'indirizzo: <http://www.linkiesta.it/finanziamento-start>.

DI MAJO A., *I punti deboli del sovra indebitamento*, in www.ilsole24ore.com, 14 gennaio 2013.

DIGITAL AGENDA FOR EUROPE, *Crowdfunding innovative ventures in Europe*, 2015. Disponibile all'indirizzo: <https://ec.europa.eu/digital-agenda/en/news/crowdfunding-innovative-ventures-europe-financial-ecosystem-and-regulatory-landscape-smart>.

DIVIZIA P., *Le clausole di tag e drag along: Nuove regole statutarie di società di capitali e patti parasociali, collana "Notariato e nuovo diritto societario"*, diretta da Laurini G., n. 11, Ipsoa, Milano, 2013.

DOMPE S., SMITH A., *Regulation of Platform Markets in Transportation*, Mercatus enter At George Mason Univ. (Oct. 27 2014), 2014. Disponibile all'indirizzo: <http://mercatus.org/publication/regulation-platform-marketstransportation>.

DORFF M. B., *The siren call of equity crowdfunding*. Journal of Corporation Law. Spring 2014, Vol. 39 Issue 3, pg. 493-524, 2014.

DRAKE D., *Crowdfunding for equity solutions part 1: investor protection*, 2015. Disponibile all'indirizzo: www.symbid.com.

E

EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK, *Review of Crowdfunding Regulation*, 2013. Disponibile all'indirizzo: <http://www.europecrowdfunding.org/2013/10/review-crowdfunding-regulation-2013>.

ENRIQUES L. E GILOTTA S., *Disclosure and Financial Market Regulation*, EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE - ECGI, Law Working Paper No. 252/2014; Oxford Legal Studies Research Paper No. 68/2014, 11 Aprile 2014. Disponibile all'indirizzo: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2423768.

EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK, OSBORNE CLARKE, *Regulation of CrowdFunding in Germany, the UK, Spain and Italy and the Impact of the European Single Market*, 2013. Disponibile all'indirizzo: <http://www.osborneclarke.de/~media/Files/publications/de/sectors/financial-services/2013/regulation-of-crowdfunding.ashx>.

EUROPEAN BANKING FEDERATION, *Facts and Figures*, 2012. Disponibile all'indirizzo: <http://www.ebf-fbe.eu/uploads/FF2012.pdf>.

EUROPEAN COMMISSION, DIRECTORATE-GENERAL FOR INTERNAL MARKET, INDUSTRY, ENTREPRENEURSHIP AND SMES, *Innovation Union Scoreboard 2015*, 2015. Disponibile all'indirizzo: http://ec.europa.eu/growth/industry/innovation/facts-figures/scoreboards/files/ius-2015_en.pdf.

EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, EVCA, *European Private Equity Activity: Statistics on Fundraising, Investments and Divestments*, 2013.

F

FERRANDO M., *Social lending, ecco perché Bankitalia ha espulso Zopa*, in www.ilsole24ore.com, 15 luglio 2009.

FERRANTI G., *La detassazione degli investimenti nelle start-up innovative*, in *Corriere Tributario*, 2012, pag. 3233-3238.

FERRARI P., *Agevolazioni fiscali in materia di start up innovative*, Seminario “Nuova impresa da Ricerca dell’università di Ferrara”, presso Università di Ferrara, Dipartimento di Economia e Management, 18 Aprile 2013, Disponibile all’indirizzo: <http://www.unife.it/ilo/area-riservata/seminari/seminario-nuova-impresa-da-ricerca-delluniversitadiferrara/agevolazioni-fiscali-in-materia-di-start-up-innovative-paolo-ferrari>.

FERRARINI G., *I costi dell’informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, “crowdfunding” e mercati privati*, in *Analisi giuridica economica*, 2013, pag. 203-222.

FINK A., *Protecting the Crowd and Raising Capital Through the JOBS Act*. Disponibile all’indirizzo: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2046051.

FISHMAN J., *Strategic perspectives Regulation A+ flies in blue sky*. Special Report August 2015 Wolters Kluwer Law & Business Briefing, 2015.

FOCARDI L., *Start-Up Innovative: Approfondimento sulla nascita e crescita delle Start Up innovative secondo il Regolamento della Commissione Europea 800/2008, la L.221/2012 e i nuovi modelli societari*, intervento al convegno “Crowdfunding e Start Up Innovative”, Firenze, 22 maggio 2013. Disponibile all’indirizzo: http://www.metropoliaziendaspeciale.it/news/docs/Focardi_Start_up_Innovativa.pdf.

FONTANA L.; *Nove startup su dieci falliscono. Gli esperti: un dato positivo*, in *Corriere della Sera*, 21 giugno 2014. Disponibile all’indirizzo:

<http://corriereinnovazione.corriere.it/persone/2014/21-giugno-2014/tantissime-startup-falliscono-questo-dato-positivo-223438296391.shtml>.

FONTINA C., *Crowdfunding, mercato in crescita dopo il regolamento Consob*, in www.ilsole24ore.com, 24 ottobre 2013.

FONTINA C., *Per le startup innovative agevolazioni fiscali fino a 99mila euro annui*, in *Il Sole 24 Ore*, 2013.

FORMICA P., *Coltivare le start-up può creare sviluppo e lavoro*, in www.ilsole24ore.com, 27 gennaio 2014.

FORMICA P., *E' l'anno del crowdfunding*, in www.ilsole24ore.com, 9 giugno 2013.

FOX M., *Protecting the Future of Equity Crowdfunding*, LSE Entrepreneurship, 2015. Disponibile all'indirizzo:

<http://blogs.lse.ac.uk/entrepreneurship/2015/01/26/protecting-the-future-of-equity-crowdfunding/>.

FRANKLIN B., ELDRIDGE S., *The Routledge Companion to Digital Journalism Studies*, Routledge, 2016.

FRANZA E., *I rischi di investimento in titoli obbligazionari nei prospetti informativi di offerta al pubblico*, in *I contratti*, 2009, pag. 74-93.

FREEDMAN D. M., NUTTING M. R., *The growth of equity crowdfunding*, *The value examiner*, July/August 2015, pag. 6-10, 2015.

FREGONARA E. *Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*, *Orizzonti di diritto commerciale*, pag.1-26, 2014. Disponibile

all'indirizzo:

www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24242/fregonara_e.pdf.

FREGONARA E., *Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*, 2014, Relazione al V Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale sul tema "L'impresa e il Diritto Commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore della crisi", in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, in www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24242/fregonara_e.pdf.

FREGONARA E., *La start up innovativa : uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Giuffrè, 2013.

FREGONARA E., *La start up innovativa*, Milano, 2013.

FRUTKIN J., *Equity Crowdfunding: Transforming Customers in Loyal Owners*, Cricca Funding LLC Editions, 2013.

G

GAGLIARDI G., TONELLA A., *Crowdfunding: una nuova frontiera per la raccolta di capitali*. *Amministrazione & Finanza*, n.11/2013, pag. 51-60, 2013.

GANZ B., *Le imprese venete scommettono sull'innovazione per la ripresa*, in *Il Sole 24 Ore*, 19 gennaio 2015. Disponibile all'indirizzo: [http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2015-01-19/le-impres-](http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2015-01-19/le-impres)

[venete-scommettono-sull-innovazione-la-ripresa-143620.shtml?uuid=ABr8XHgC.](http://www.juliehui.org/wp-content/uploads/2013/04/CSCW_Crowdfunding_Final.pdf)

GERBER E. M., *Crowdfunding: Why People Are Motivated to Post and Fund Projects on Crowdfunding Platforms*, Northwestern University Creative Action Lab, 2012.

Disponibile all'indirizzo: http://www.juliehui.org/wp-content/uploads/2013/04/CSCW_Crowdfunding_Final.pdf.

GERBER E.M., MULLER M., WASH R., IRANI L.C., WILLIAMS A., CHURCHILL E.F., *Crowdfunding: an emerging field of research*, ACM Review Research Paper, 12/2013, 2013.

GERVASONI A., *Come finanziare l'impresa. Oltre la banca: minibond, private equity, venture capital, crowdfunding e altri strumenti*, Guerini Next, 2014.

GHEIDO M.R., CASOTTI A., *Start-up innovative: i contratti di lavoro*, in *Diritto & pratica del lavoro*, 2013, pag. 162-164.

GHEIDO M.R. CASOTTI A., *Incentivi alle start up innovative*, in *Diritto & pratica del lavoro*, 2012, pag. 2651-2655.

GILOTTA S., *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, vol. 355 di Quaderni di Giurisprudenza commerciale, Giuffrè, 2012.

GIRINO E., *Le regole del crowdfunding*. *Amministrazione & Finanza*, n. 1/2014, pag. 75-82, 2014.

GIUDICI G., GUERINI M., ROSSI-LAMASTRA C., *Crowdfunding in Italy: state of the art and future prospects* in *Rivista di Economia e politica industriale* 4- 2013, 2013.

GIUDICI G., NAVA R., LAMASTRA C., VERECONDO C., *Crowdfunding: the new frontier for financing entrepreneurs?* Disponibile all'indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=2157429>.

GOBBLE M. A. M., *Everyone is a venture capitalist: the new age of crowdfunding*, *Research technology management*, 4 (55), 2012.

GREEN A., *Explanatory Research on Internet Work Exchanges and Employability, Analysis and synthesis of quantitative evidence on crowdsourcing for work, funding and volunteers*, Steward J - JRC Scientific and Policy Report Series, European Commission, 2014. Disponibile all'indirizzo: <http://ftp.jrc.es/EURdoc/JRC85646.pdf>.

GREENWALD B. C., STIGLITZ J. E., *Asymmetric information and the new theory of the firm: financial constraints and risk behavior*, *The American economic review*, volume 80, issue 2, *Papers and proceedings of the hundred and second annual meeting of the American economic association*, May 1990, pagg. 160-165, 1990.

GUACCERO A., *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, *Banca Borsa Titoli di Credito*, n. 6/2014, 2014.

GUALANDRI E., SCHWIZER P., *Bridging the gap: il caso delle PMI innovative*, *Studi e note di economia*, Anno XIII, n.1-2008, pagg. 101-138, 2008.

GUERRINI F., *Non solo flop: quando il crowdfunding funziona davvero*. Disponibile all'indirizzo: in <http://www.linkiesta.it/crowdfunding-casi-successo>.

GUIDANTONI S., *Start up innovative: esigenze per la crescita*, Il Fisco, n. 15/2014, 2014.

GUIDANTONI S., *Le start up innovative e la definizione di costi di ricerca e sviluppo*, in il Fisco, 2012, pag. 2072-2078.

H

HAZEN T.L., *Crowdfunding or fraudfunding? Social networks and the securities laws – Why the specially tailored exemption must be conditioned on meaningful disclosure*, North Carolina Law Review, 2012. Disponibile all'indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=1954040>.

HEALY P. M., PALEPU K. G., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature*. Journal of Accounting & Economics, N.31, pagg. 405-440, 2001.

HEMER J., *A snapshot on crowdfunding*, Working paper firms and region R2/2011, 2011.

HERSTEIN J.E., *The Jobs ACT: An investor protection disaster waiting to happen*, 2012. Disponibile all'indirizzo: www.corpgov.law.harvard.edu .

HOLLOW M., *Crowdfunding and civic society in Europe: a profitable partnership?*
Durham University Working Paper, 2013

HOWE J., *Crowdsourcing il valore partecipativo come risorsa per il futuro del business*, Bologna, 2010.

HUI J.S., GREENBERG M.D., GERBER E.M., *Understanding the Role of Community in Crowdfunding Work*. 17th ACM Conference Research Paper. Toronto, Ontario (Canada), 2014.

I

IL FISCO, *Start up innovative s.r.l. a 1 euro*, in *Il Fisco Le guide*, 2012.

IL SOLE 24 ORE, *Startup Now!*, 2013.

IOSCO, *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*, SWP3/2014, 2014.

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

IOVIENO C., *il portale nell'equity crowdfunding: un nuovo gatekeeper? Un'analisi alla luce della regolamentazione italiana e statunitense*, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, fasc.1, 2016.

ISTAT - ISTITUTO NAZIONALE DI STATISTICA, *Rapporto Annuale 2014 - La situazione del Paese*, 2014. Disponibile all'indirizzo:
<http://www.istat.it/it/archivio/120991>.

ISTAT - ISTITUTO NAZIONALE DI STATISTICA, *Rapporto di dicembre 2015, "L'imprenditorialità in Italia, anni 2012-2014"*. 2015. Disponibile all'indirizzo: http://www.istat.it/it/files/2015/12/Imprenditorialita_in_Italia_2012_2014.pdf?title=Imprenditorialità+in+Italia+-+22%2Fdic%2F2015+-+Testo+integrale.pdf.

J

JIANWEI Z., *On the criminal issues of on-line loans. Study on P2P lending regulations*, Renmin Chinese Law Review, Journal of Business Venturing, 26 giugno 2013.

K

KAPPEL T., *Ex ante crowdfunding and the recording industry: a model for the U.S.?*. Loy L.A. Entertainment L. Rev., Vol.29, Num.3, pagg. 375-385, 2009.

KIRBY E., WORNER S., *Crowd-funding: an infant industry growing fast*. Staff working paper of the Iosco Research Department, pagg. 1-63, 2014.

KLEEMANN F., GUTER VOSS G., RIEDER K., *Un(der)paid innovators: the commercial utilization of consumer work through crowdsourcing*. Science, Technology & Innovation Studies, Volume 4, Num., July 2008, pagg. 5-26, 2008.

KUPPUSWAMY V., BAYUS B.L., *Crowdfunding creative ideas: The dynamics of project backers in Kickstarter*, SSRN Electronic Journal, 2013. Disponibile all'indirizzo: http://business.illinois.edu/ba/seminars/2013/Spring/bayus_paper.pdf.

L

LAMBERT T., SHWIENBACHER A., *An empirical analysis of crowdfunding*, Louvain School of Management, Working Paper Series, 2010. Disponibile all'indirizzo: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1578175.

LAMBERTI A., *The financing to new companies: peculiarities of innovative start-up companies and the equity-based crowdfunding*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 2/2015, 2015.

LAMBOGLIA A., *Start-up: si accelera sul decreto per gli incentivi fiscali agli investitori*, 2013. Disponibile all'indirizzo: <http://www.fasi.biz/it/news/ultime-notizie/6590-start-up-si-accelera-sul-decreto-per-gli-incentivi-fiscali-agli-investitori.html>.

LAUDONIO A., *La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*, *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2014, n. 3, parte I, pag 357, 2014.

LAUDONIO A., *La folla e l'impresa: prime riflessioni*, Relazione al V Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale sul tema "L'impresa e il Diritto Commerciale: innovazione, creazione

di valore, salvaguardia del valore della crisi", in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2014. Disponibile all'indirizzo: www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24322/laudonio_a_def.pdf.

LAWTON K., MAROM D., *The Crowdfunding Revolution: how to raise Venture Capital using Social Media*. II ed. McGraw-Hill, 2013.

LEE S.H, DEWESTER D., PARK S.R., *Web 2.0 and opportunities for small business*. *Service Business*, Volume 2, Issue 4, pg. 335-345, 2008.

LEHNER O.M., *Crowdfunding Social Ventures: A Model and Research Agenda*. *International Journal of Entrepreneurial Finance*, num. 15, 03/2013, 2013.

LEHNER O.M., *Crowdfunding social ventures: a model and research agenda*. *Routledge Venture Capital Journal*, 15(3), 2013.

LERRO A. M., *Equity Crowdfunding: investire e finanziare l'impresa tramite Internet*. I ed. Sole24Ore editore, 2013.

LERRO A. M., *Equity crowdfunding: il regolamento CONSOB in Gazzetta*, in *Altalex*, 28 agosto 2013. Disponibile all'indirizzo: <http://www.altalex.com/index>.

LERRO A. M., *Il reward-based crowdfunding*, in *Avvocati.net*, Giugno 2013, Disponibile all'indirizzo: <http://www.avvocati.net/?p=206>.

LERRO A. M., *Lending Based*, in *Avvocati.net*, Giugno 2013, Disponibile all'indirizzo: <http://www.avvocati.net/>.

LERRO A. M., *Hanno un peso reale i rischi di frode nell'equity crowdfunding?*
Disponibile all'indirizzo: <http://www.crowdfundingbuzz.it/hanno-un-peso-reale-i-rischi-di-frode-nellequity-crowdfunding>.

LERRO M.A., *Equity Crowdfunding investire e finanziare l'impresa tramite internet*, finanza e mercati, Milano, 2013.

LEY A. WEAVER S., *Exploring agency dynamics of crowdfunding in start-up capital financing*, in *Academy of Entrepreneurship Journal*, 2013.

LIBERATI D., MARINUCCI M., TANZI G., *Science and Technology Parks in Italy: Main Features and Analysis of Their Effects on Hosted Firms*, working paper, Banca d'Italia, Roma, 2013.

LIBERATORE G., *Il Crowdfunding, comparazione con il sistema del crowdfunding USA*, atti del convegno "Crowdfunding e start up innovative", Firenze, 22 maggio 2013, Disponibile all'indirizzo: <http://www.fi.camcom.it>.

LIBERATORE G., *Il Crowdfunding, comparazione con il sistema del crowdfunding USA*, atti del convegno "Crowdfunding e start up innovative", Firenze, 22 maggio 2013. Disponibile all'indirizzo: <http://www.po.camcom.it/doc/news/eventi/2013/MaterialeLiberatore.pdf>

LOMBARDI G., *Decreto Sviluppo 2.0: start-up, crowdfunding e Sir John Hawkwood*, in www.diritto24.ilsole24ore.com, 22 ottobre 2012.

LOPS V., *Ok da Bankitalia, torna il prestito tra privati: per i debitori tassi più bassi di 2 punti. Ecco come funziona*, in www.ilsole24ore.com, 18 luglio 2012.

LORENZONI G., *Dalla quasi impresa all'impresa*, Working Paper, Dipartimento Discipline Economico Aziendali, Università degli Studi di Bologna, gennaio, 2001.

LORUSSO D., VENA F., *Il decreto sviluppo fa il bis con le "start-up"*, in www.diritto24.ilsole24ore.com, 26 ottobre 2012.

LOUCKS D., *Will crowdfunding and general solicitation spur orphan drug development for biotechs?*, Formulary Watch Publications, 09/2013, 2013.

LUISE V., *Non un'epoca di cambiamenti, ma un cambiamento d'epoca*, Luglio 2014, 2014. Disponibile all'indirizzo: http://www.instituteforthefuture.it/wp-content/uploads/2014/07/Luise_FUTURI1.pdf.

LYNN, D. M., SABBAGH, H., *The JOBS Act opens door for crowdfunding offerings*, Morrison & Forrester Social Media Newsletter, 2 (3), p.6-8, 2012.

LYNN, D. M., *The crowdfunding provisions of the JOBS Act*, *Financial Executive*, May, pag. 42-43, 2012.

M

MACLEOD HEMINWAY J. SHELDEN R.H., *Proceed at your peril: crowdfunding and the securities act of 1933*, in *Tennessee Law Review*, 16 gennaio 2012.

MACRÌ E., *Informazioni privilegiate e disclosure*, vol. 48 di Diritto commerciale interno e internazionale, ed. da Giappichelli, Seconda Edizione, 2010.

MAGNANI A.; *Mezzo miliardo di euro raccolto per le startup. Bene il fundraising ma i fondi investono ancora troppo poco*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 Marzo 2016. Disponibile all'indirizzo: <http://www.ilsole24ore.com/art/tecnologie/2016-03-22/mezzo-miliardo-euro-raccolto-le-startup-092004.shtml?uuid=ACEG3dsC>.

MAGRI S., SERVIZIO STABILITÀ FINANZIARIA DELLA BANCA D'ITALIA, *L'esigenza di patrimonializzazione delle imprese italiane*, su *Borsa Italiana*, 26 settembre 2014. Disponibile all'indirizzo: <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/ipoday2014/pptbancaitalia.pdf>.

MALMENDIER U., SHANTHIKUMAR D., *Are small investors naive about incentives?* *Journal of financial economics*, N. 85, pg. 457-489, 2007.

MALTONI M., SPADA P., *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, 2014. Disponibile all'indirizzo: www.cavererespondere.it.

MAMBRIANI A., *Le società a responsabilità limitata con capitale inferiore ad euro 10.000*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 4/2015, 2015.

MANCINI G., *Fino a 40mila pmi innovative*, *Il Sole 24 Ore*, 7 marzo 2015. Disponibile all'indirizzo: www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2015-03-07/fin-40mila-pmi-innovative-081323.shtml?uuid=abnklh5c.

MANDELBAUM R., *Crowdfunding rule are unlikely to meet deadline*, 26 dicembre 2012. Disponibile all'indirizzo: in www.nytimes.com.

MARASÀ G., *Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative prima e dopo la L. n. 99/2013 di conversione del D.L. n. 76/2013*, *Le Società*, n. 10/2013, 2013.

MARCHESE M., *ICN Equity crowdfunding e il Quantitative easing: bilanci, considerazioni e novità*. Disponibile all'indirizzo: <http://www.italiancrowdfunding.tumblr.com>.

MARELLI F., *Parte la piattaforma di crowdfunding*, in *BancaFinanza*, maggio 2013.

MARRONI L., *Verso un mercato delle cambiali finanziarie*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 5/2015, 2015.

MARTIN T. A., *The Jobs Act of 2012: balancing fundamental Securities law principles with the demands of the crowd*, 2012. Disponibile all'indirizzo: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2040953.

MARTIN T.A., *The JOBs Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles With the Demandsof the Crowd*, Disponibile all'indirizzo: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2040953.

MASARA' G., *Considerazioni sulle s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative prima e dopo la L. n. 99/2013 di conversione del D.L. n. 76/2013*, *Le società*, 2013, pag. 1086-1095.

MASCELLARO A., *L'anno d'oro delle start-up*, 17 Giugno 2013. Disponibile all'indirizzo: http://www.alessandramascellaro.it/news/item/l-anno-d-oro-delle-start-up.html#_ftn10.

MASSOLUTION, *Crowdfunding Industry Report 2012*, 2013. Disponibile all'indirizzo: <http://www.crowdsourcing.org/research>.

MATARRESE A., *Il gestore del portale di crowdfunding*, *Diritto24*, *Il Sole 24 Ore*, 25 maggio 2016.

MAUGERI L.; *Perché l'Italia non innova più*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 febbraio 2014, Disponibile all'indirizzo: <http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2014-02-06/perche-italia-non-innova-piu-192303.shtml?uuid=ABRxIwu>.

MAZZA A., *Smartika riparte dal social lending*, in *BancaFinanza*, maggio 2013.

MAZZARELLA M., *Attuazione dell'art. 30 del D.L. N.179/2012: quadro normativo e deleghe alla CONSOB*, *Atti del convegno "Indagine conoscitiva sul crowdfunding"*, Roma, 1 febbraio 2013.

MCNEILL L., VINDIS M., WRIGHT C., *Civic-Sourcing: a Comprehensive Framework and Platform for Increasing Civic Engagement*. University of Pennsylvania Paper Review, 2013.

MEDAGLIA C. M., *Pagamenti elettronici a che punto siamo*, Paper seminario Glocus "competenze per crescere" Roma 10 luglio 2014.

MELONI S., *Start up innovative, I labile confini dei modelli societari*, in *Il sole 24 Ore*, 21 luglio 2013.

MEYSKENS M., BIRD L., *Crowdfunding and value creation*, *Entrepreneurship Research Journal*, April 2015, Vol. 5, pg. 155-166, 2015.

MICALUDI F. M., *Start Up: problematiche ed opportunità per i dottori commercialisti*,
Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 4/2011, 2011.

MICCOLI M., *Crowdfunding: la sicurezza del finanziamento*, intervento all'incontro
"Coworking, Crowdfunding e Crowdsourcing", European School of Economics,
Firenze, 26 giugno 2012, Disponibile all'indirizzo:
<http://www.youtube.com/watch?v=yxuv7EUvBXU>.

MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO - DIREZIONE GENERALE PER LA POLITICA
INDUSTRIALE, LA COMPETITIVITÀ E LE PICCOLE E MEDIA IMPRESE, *Small Business
Act, Le iniziative a sostegno delle micro, piccole e medie imprese adottate in Italia nel
2014 e nel primo semestre del 2015, Rapporto 2015*. 2015. Disponibile all'indirizzo:
http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/RAPPORTO_SBA_DEFINITIVO.pdf.

MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *"Restart, Italia!"*, Rapporto della Task
Force sulle start-up istituita dal Ministro dello Sviluppo Economico, Biffi,
Barberis, Carcano, De Biase, D'elia, Di Camillo, Donadon, Mariani, Magrini,
Pozzi, Ragusa, Soldakutzmann (a cura di), coordinati da A. Fusacchia, 10
settembre 2012. Disponibile all'indirizzo:
<http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/rapporto-start-up-2012.pdf>.

MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *Circolare 3681/C*, 22 giugno 2015.
Disponibile all'indirizzo:
http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/normativa/Circolare_TAG%202_2_Rev_MC.pdf.

MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *Sintesi dei dati sull'accesso al credito da parte delle startup innovative e degli incubatori certificati mediante l'intervento del Fondo di Garanzia per le PMI*, 5^a Edizione bimestrale, 31 dicembre 2015.

Disponibile

all'indirizzo:

http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/Dati_startup_incubatori_FGPMI_5_ed_31_dicembre_2015.pdf.

MOLLICK E., *The dynamics of Crowdfunding: an exploratory study*, The Journal of Business Venturing, num. 29, 08/2013, 2013.

MOLLICK E.R., *The dynamics of crowdfunding: determinants of success and failure*, in Journal of Business Venturing, 26 giugno 2013.

MONTAGNA M., *Il prestito si fa peer – to – peer*, in BancaFinanza, maggio 2013.

MOSCA G., *Il futuro del crowdfunding in Italia*, ottobre 2013. Disponibile all'indirizzo: www.ilsole24ore.com.

MOSCA G., *StarsUp: ecco i primi numeri della prima piattaforma italiana di equità crowdfunding*, in www.ilsole24ore.com, 31 gennaio 2014.

MOSCO G. D., *Le s.r.l. e il loro doppio*, in La Voce, 5 agosto 2015. Disponibile all'indirizzo: www.lavoce.info/archives/36402/le-srl-e-il-loro-doppio/.

G.D. MOSCO (a cura di), *Aspetti giuridici del crowdfunding*, Roma, LUISS University Press, 2013, pagg. III-88.

MOSELLI S., *Fondo Start-up Start-hope Abruzzo per le piccole nuove imprese innovative*, Finanziamenti su misura News, 2013, pag. 41-43.

MUCCIARELLI F., *La riduzione del capitale per perdite*, S.r.l. Commentario, DOLMETTA A. A. e PRESTI G. (a cura di); Giuffrè, 2011.

MULLER M., GEYER W., SOULE T., DANIELS S., CHENG L.T., *Crowdfunding inside the enterprise: employee-initiatives for innovation and collaboration*, ACM, New York, 2013.

MYERS S. C., ALLEN F., SANDRI S., BREALEY R. A., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill Education, 2015.

N

NIELSEN REPORTS, *Is Sharing the new buying?* Disponibile all'indirizzo: <http://www.nielsen.com/us/en/insights/reports/2014/is-sharing-the-new-buying.html>.

NUNZIANTE G., *Il Crowdfunding*, DB DirittoBancario.it., agosto 2013, pag.1-9.

O

ONZA M., SALAMONE L., *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca Borsa e titoli di credito*, 2009, pag. 567-592.

ORBIDANS R., *Legal issues of crowdfunding in comparative perspective*, Tilburg university, 2014. Disponibile all'indirizzo: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=135847>.

ORIANI R., *Così la colletta 2.0 aiuta le imprese che la banca non aiuta*, Il venerdì di Repubblica, 18 ottobre 2013.

OSSERVATORIO CROWDFUNDING, *1° Report italiano sul CrowdInvesting*, giugno 2016.

P

PAGAMICI B., *Umbria: contributi alle start-up innovative*, Finanziamenti su misura News, 2013, pag. 40-43.

PAGNONI E., *Negoziazione e collocamento "riservato" come modelli alternativi di offerta di prodotti finanziari*, in *Le società*, 2005, pag. 157-161.

PAIS I., *Crowdfunding per i beni comuni*, 29 agosto 2013. Disponibile all'indirizzo: <http://www.slideshare.net/ivana.pais>.

PAIS I., PERETTI P., SPINELLI C., *Crowdfunding. La via collaborativa all'imprenditorialità*, Egea, 2014.

PANETTA F., SIGNORETTI F. M., *Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria*, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, numero 63 - aprile 2010, 2010.

PATIMO R., *Verifica dei requisiti per le start-up innovative*, 25 marzo 2013.
Disponibile all'indirizzo: www.ilsole24ore.com.

PAZZAGLIA S., *La disciplina statunitense del prospetto informativo*, Le Società, 1998.

PELLEGATTA A. (con UBI Banca), *Capitalizzazione e fonti di finanziamento delle PMI italiane: analisi delle principali criticità e prospettive* 5 maggio 2013.
Disponibile all'indirizzo:
http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/long-term-financing/docs/contributions/individuals-and-others/pellegatta-alessandro_it.pdf.

PENNISI M., *StarsUp il primo portale di Crowdfunding in Italia*, 27 gennaio 2014.
Disponibile all'indirizzo: www.corriere.it.

PETRONE M., *Start up: se la crescita passa da un collo di bottiglia*, La Voce, 11 Febbraio 2014. Disponibile all'indirizzo: www.lavoce.info/archives/16985/start-up-se-crescita-aziende-innovazione/.

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

PIATTELLI U., *Equity crowdfunding*, Osborne Clarke, 2013.

PIAZZA M., *Gli incentivi a favore degli investitori in fondi di "venture capital" per le start up*, in *Corriere Tributario*, 2013, pag. 1161-1172.

PICCINI R., *Start-up innovative: le agevolazioni per gli investitori*, in *Finanziamenti su misura News*, 2013, pag. 28-36.

PIERRAKIS Y., COLLINS L., *Banking on Each Other: Peer-to-peer lending to business, evidence from Funding Circle*, NESTA Report, 04/2013, 2013.

PIETRABISSA R., *Israele, le startup e gli investimenti in ricerca di base*, *Corriere della sera*, 22 Luglio 2015. Disponibile all'indirizzo: http://corriereinnovazione.corriere.it/2015/07/22/israele-startup-investimenti-ricerca-base-b7fee146-3032-11e5-8ebc-a14255a4c77f.shtml?refresh_ce-cp.

PINTO M., *L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolata dal "Decreto Crescita"*, in *Le Società*, n. 7/2013; pag. 818-832, 2013.

PIVETTA S., *Equity crowdfunding: pronto a decollare anche in Italia?* Disponibile all'indirizzo <http://www.altalex.com/documents/news/2016/01/28/equity-crowdfunding-italia>.

PLATERO M., *La manifattura italiana sa tradurre in tecnologia la ricerca teorica*, *Il Sole 24 Ore*, 31 marzo 2016, pag. 11.

POLICARO G., *I finanziamenti dei soci alla società nei vari ordinamenti*, *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 8/2015.

POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli, Torino, 2013.

PRICEWATERHOUSECOOPER, PWC, *Total US Venture Capital Investment by Year (1995- 2013)*, 2013. Disponibile all'indirizzo: http://www.pwc.com/en_US/us/technology/assets/moneytree-q3-2013-summary-report.pdf.

PRISCO M., *Le Stock Option ed il Work For Equity nelle start up innovative*, Businessjus, 19 giugno 2014. Disponibile all'indirizzo: www.businessjus.com/wp-content/uploads/2014/05/Stock-Option-and-Work-for-Equity-vs-1BI.pdf.

PUCCI E. SCAPPINI L., *Gli strumenti di finanziamento per le Pmi previsti dal Decreto Crescita*, in *Il Fisco*, pag. 6085-6089, pag. 6651-6657, 2012.

PUCCI E., *I 9 vantaggi delle start-up innovative: il D.L. Crescita 2.0*, 22 ottobre 2012. Disponibile all'indirizzo: <http://www.diritto24.ilsole24ore.com>.

R

RACHEL B., *The Sharing Economy Lacks a Shared Definition*, *Fast Company* (Nov. 21, 2013), 2013. Disponibile all'indirizzo: <http://www.fastcoexist.com/3022028/the-sharing-economy-lacks-a-shareddefinition>.

RAMOS J., *Crowd-Funding as a new economic instrument for economic growth and employment*, Relazione presentata nel corso del seminario "Alternative ways of finance in the digital era", Ateneu Barcelonès, maggio 2013.

RAMOS J., *Crowdfunding and the Role of Managers in Ensuring the Sustainability of Crowdfunding Platforms*, Stewart J (Ed). JRC Technical Report Series, JRC Institute for Prospective Technological Studies, European Commission., 2014.

Disponibile

all'indirizzo:

<http://is.jrc.ec.europa.eu/pages/EAP/eInclusion/employability.html>.

RAMSEY Y. A., *What the heck is crowdfunding?* Business people, November, pag. 54-57, 2012.

RANDAZZO R., TAFFARI G., PELLINI P., *Le start-up innovative a «vocazione sociale»*, 2013 in *Enti non profit*, 2013, pag. 7-13.

RAVE M. T., *Jobs Act - On Regulation A, Regulation D and Crowdfunding Provisions*, Day Pitney LLP, 19 aprile 2012. Disponibile all'indirizzo: www.daypitney.com.

RAYNA T., STRIUKOVA L., *Open Innovation 2.0: Is Co-Creation the Ultimate Challenge?* International Journal of Technology Management, 2014.

RICCIARDIELLO E., *Il socio amministratore di s.r.l.*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, Vol. 314, Giuffrè, 2008.

RIEDL J., *Crowdfunding Technology Innovation*. IEE Computer Society Review, num.46, 03/2013, 2013.

RINDONE A., *Crowdfunding civico e bilancio partecipativo*, Milano, 2013.

Disponibile

all'indirizzo:

http://www.produzionidalbasso.com/manuale/PDB_cf_e_bp.pdf.

ROCCHI R., *Nelle start up innovative lavoro a tempo fino a 4 anni*, 19 novembre 2012. Disponibile all'indirizzo: www.ilsole24ore.com.

RUBINTON B.J., *Crowdfunding: disintermediate investment banking*, 2013. Disponibile all'indirizzo: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1807204.

RUSCONI G., *Mezzo milione di euro per Prestiamoci dall'incubatore Digital Magics*, 30 ottobre 2013. Disponibile all'indirizzo: www.ilsole24ore.com.

S

SACRESTANO A., *Nelle start up innovative diritti speciali legati alle quote*, Il Sole 24 Ore, 8 luglio 2013.

SACRESTANO A., *Sviluppo tecnologico e occupazione giovanile, dieci domande e risposte sulle «start up innovative»*, 19 dicembre 2012. Disponibile all'indirizzo: www.ilsole24ore.com.

SALVATORE L., *Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*, Il Nuovo Diritto delle Società, n. 19/2014, 2014.

SANTAGATA R., *I diritti particolari dei soci*, S.r.l. Commentario, A. A. DOLMETTA e G. PRESTI (a cura di), Giuffrè, 2011.

SANTELLI F., *Il prestito con un clic ecco il microcredito che aiuta i privati*, La Repubblica, 25 febbraio 2013.

SCHIVARDI F., *L'impresa italiana, tra innovazione e ristrutturazione*, La Voce, 27 Gennaio 2015. Disponibile all'indirizzo: www.lavoce.info/archivese/32604/limpresa-italiana-innovazione-ristrutturazioni/.

SCHWIENBACHER A., LARRALDE B., *Crowdfunding of small entrepreneurial ventures*, The Oxford handbook of Entrepreneurial Finance, ed. Cumming, New York, pg. 369, 2010. Disponibile all'indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=1699183>.

SEC, *A Guide for Small Businesses on Raising Capital and Complying with The Federal Securities Laws*, 21 dicembre 2012. Disponibile all'indirizzo: <http://www.sec.gov/info/smallbus/qasbsec.htm>.

SERVIZIO STUDI DELLA CAMERA DEI DEPUTATI - DIPARTIMENTO ATTIVITÀ PRODUTTIVE, *Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese - D.L. 179/2012- A.C. 5626 - Schede di lettura*, 2012. Disponibile all'indirizzo: <http://documenti.camera.it/leg16/dossier/Testi/D12179.htm# Toc348596373>.

SERVIZIO STUDI DELLA CAMERA DEI DEPUTATI- DIPARTIMENTO ATTIVITÀ PRODUTTIVE, SERVIZIO STUDI- DI- PARTIMENTO FINANZE, SEGRETERIA GENERALE – UFFICIO RAPPORTI CON L'UNIONE EUROPEA, *Misure Urgenti per il sistema bancario e gli investimenti – Decreto-legge n. 3/2015, A.C. 2844, Schede di lettura n. 267*, 2015. Disponibile all'indirizzo: <http://documenti.camera.it/Leg17/Dossier/pdf/D15003.pdf>.

SIGAR, K., *Fret no more: inapplicability of crowdfunding concerns in the internet age and the JOBS Act's safeguards*, *Administrative Law Review*, 2 (64), pag. 474-505, 2012.

SPINELLI C., *Il crowdfunding: tra autoproduzione e social commerce, storia dello strumento che potrebbe cambiare le regole del fare impresa*, in *Tafer Journal*, n. 48, 2012. Disponibile all'indirizzo: <http://www.taferjournal.it/>.

SPINELLI C., *Reward based crowdfunding*, 2012. Disponibile all'indirizzo: <http://www.slideshare.net/crowdfuture/reward-based-crowdfunding-chiaraspinelli-eppela>.

SPOLIDORO M.S., *Una società a responsabilità limitata da tre soldi (o da un euro?)*, in *Rivista delle società*, 2013, pag. 1085 – 1113.

STELLA RICHTER M., *Antecedenti e vicende della società a responsabilità limitata*, S.r.l. Commentario, DOLMETTA A. A. e PRESTI G. (a cura di), ed. da Giuffrè, 2011.

STOREY, D.J., B.S. TETHER, *“Public Policy Measures to Support New Technology-Based Firms in the European Union”*, *Research Policy*, 26 (9), pagg. 933-946, 1998.

STRAMPELLI G., *L'informazione societaria a quindici anni dal T.U.F.: profili evolutivi e problemi*, in *Rivista delle Società*, n. 5/2014, 2014.

T

TABARROK A., *Jean Tirole and platform markets*, Marginal revolution, Oct. 13, 2014. Disponibile all'indirizzo: <http://marginalrevolution.com/marginalrevolution/2014/10/tirole-and-platform-markets.html>.

TELECOM ITALIA-TIM, *Italia connessa 2015 Agende digitali regionali Rapporto annuale*, 2015. Disponibile all'indirizzo: www.italiaconnessa.telecomitalia.com

TROISI A., *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, Contratto e impresa, n. 2/2014, pag. 519-534, 2014.

TROISI F., GIUSTI A., *Crowdfunding: dai sogni ai soldi. Come finanziare i tuoi progetti evitando le banche*, Ed. Anteprima Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, 2014.

V

VACCA V., *Financing innovation in Italy: an analysis of venture capital and private equity investments*, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, 2013.

VALANCIENE, L; JEGELEVICIUTE S., *Valuation of crowdfunding: benefits and drawbacks*, Economics And Management: 2013. 18 (1), 2013.

VASSALLO W. *Crowdfunding nell'era della conoscenza. Chiunque può realizzare un progetto. Il futuro è oggi*. Ed. Franco Angeli, Management Tools, 2014.

VERNA A., *“Work for equity, cos’è e perché è poco utilizzato dalle startup”*, 24 febbraio 2016. Disponibile all’indirizzo: <http://it.startupbusiness.it/news/work-for-equity-nelle-startup-ecco-i-limiti/83226/>.

VISIONCRITICAL, *Report: The New Rules Of The Collaborative Economy, Data on the Rise of Sharing*, 2015. Disponibile all’indirizzo: <https://www.visioncritical.com/resources/new-rules-collaborative-economy/>.

VITALI M. L., *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Rivista delle Società*, n. 2-3/2014, 2014.

VITALI M.L., *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*. *Rivista delle Società*, pg. 371-402, 2014.

VITALI M.L., DE ZOTTI G., *L’equity crowdfunding alla luce del nuovo Regolamento Consob*. Greco Vitali Associati, Ottobre 2013.

VON KROGH G., ROSSI-LAMASTRA C., HAEFLIGER S., *Phenomenon-based research in management and organisation science: when is it rigorous and does it matter?* Elsevier, *Long range planning* 45, pgg.277-298, 2012.

W

WARDROP R., ZHANG B., RAU R., GRAY M., *Moving mainstream. The European alternative finance benchmarking report*, University of Cambridge, Ernst & Young, 2015.

WATSON, K., S. HOGARTH-SCOTT, N. WILSON, *Small Business Start-ups: Success Factors and Support Implications*, International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research, 4 (3), pagg. 217–238, 1998.

WEINSTEIN R. S., *Crowdfunding in the U.S. And abroad: what to expect when you're expecting*. Cornell International Law Journal, pg.427-453, 2013. Disponibile all'indirizzo: <http://www.lawschool.cornell.edu/research/ilj/upload/weinstein-final.pdf>.

WERLING K., COHEN B., PILO M., *Risks and Perils of Crowdfunding Your Biotech Start-Up: Practice Could Revolutionize Fundraising for Early-Stage Firms, But Beware of the Pitfalls*. GEN, Genetic Engineering & Biotechnology News, num. 7, 04/2013, 2013

WHITEBECK B., *The Jobs Act of 2012: The Struggle between Capital Formation and Investor Protection*, working paper, 2012. Disponibile all'indirizzo: http://papers.ssrn.com/sol3/pa-pers.cfm?abstract_id=2149744

WORLD BANK GROUP, *Doing Business 2016, Measuring regulatory quality and efficiency*, 2016. Disponibile all'indirizzo: <http://www.doingbusiness.org>.

WORTHAM J., *Start-Ups Look to the Crowd*, 29 aprile 2012, Disponibile all'indirizzo: www.nytimes.com.

WORTHAM J., *Success of Crowdfunding Puts Pressure on Entrepreneurs*, 17 settembre 2012. Disponibile all'indirizzo: www.nytimes.com.

Y

YUNUS M., *Un mondo senza povertà*, Milano, Universale Economica Feltrinelli, 2010.

Z

ZACHARAKIS, A.L., G.D. MEYER, AND J. DECASTRO, *Differing Perceptions of New Venture Failure: A Matched Exploratory Study of Venture Capitalists and Entrepreneurs*, *Journal of Small Business Management*, 37 (3), pagg. 1-14, 1999.

ZANARONE G., *Della società a responsabilità limitata*, Il codice civile. Commentario, ed. Giuffrè, 2010.

ZANARONE G., *Società a responsabilità limitata*, Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, GALGANO F. (diretto da), Cedam, 1985, vol. 8°.

ZARBO S., *"Decreto sviluppo-bis" e "Legge di stabilità": gli aiuti alle imprese*, Finanziamenti su misura News, 2013, pag. 6-9.

ZARBO S., *Start-up innovative: il Regolamento per il "Crowdfunding"*, Finanziamenti su misura news, 2013, pag. 11-13.

ZERVAS, G., PROSERPIO, D., BYERS, J., *The Rise of the Sharing Economy: Estimating the Impact of Airbnb on the Hotel Industry* (May 7, 2015). Boston U. School of Management Research Paper No. 2013-16, 2015. Disponibile all'indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=2366898>.

ZHAO L., *Crowdfunding in China: Potentials Challenges, Risks and Solutions*, Crowdfund insider. Disponibile all'indirizzo: www.crowdfundinsider.com.

ZULIANI S., *Netflix in Italia e il big bang di cinema e tv*, Il Sole 24 Ore, 2015.