

SALVATORE LUCIANO FURNARI

Equity Crowdfunding

Estratto da:

DIGESTO

delle Discipline Privatistiche

Sezione Commerciale

Aggiornamento

diretto da
Rodolfo Sacco

a cura di
Stefano Bellomo – Marco Cian – Giuseppe Ferri *Jr*
Daniele U. Santosuosso – Francesco Tesauro

UTET
GIURIDICA

Copyright 2017 Wolters Kluwer Italia S.r.l.
Strada 1, Palazzo F6 – 20090 Milanofiori Assago (MI)

UTET GIURIDICA[®] è un marchio registrato e concesso in licenza da De Agostini Editore S.p.A. a Wolters Kluwer Italia S.r.L.

I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica, di riproduzione e di adattamento totale o parziale, con qualsiasi mezzo (compresi i microfilm e le copie fotostatiche), sono riservati per tutti i Paesi.

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941 n. 633.

Le riproduzioni diverse da quelle sopra indicate (per uso non personale – cioè, a titolo esemplificativo, commerciale, economico o professionale – e/o oltre il limite del 15%) potranno avvenire solo a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da EDISER Srl, società di servizi dell'Associazione Italiana Editori, attraverso il marchio CLEARedi Centro Licenze e Autorizzazioni Riproduzioni Editoriali. Informazioni: www.clearedi.org.

L'elaborazione dei testi, anche se curata con scrupolosa attenzione, non può comportare specifiche responsabilità per eventuali errori o inesattezze.

Composizione: Sinergie Grafiche S.r.l. - Corsico (MI)
Finito di stampare nel mese di luglio 2017
dalla Stamperia Artistica Nazionale S.p.A.
Via Massimo D'Antona, 19 – 10028 Trofarello (TO)

INDICE

Abuso del diritto o Elusione fiscale di SILVIA CIPOLLINA	<i>p.</i>	1
Accertamento sintetico del reddito di NICOLA SARTORI	»	15
Bail-in (e condivisione degli oneri) di MARCO SPERANZIN	»	28
Contrasto all'erosione nel diritto tributario internazionale di PIETRO MASTELLONE	»	46
Contrattazione collettiva aziendale e di prossimità di FLAVIO VINCENZO PONTE	»	69
Contratto di lavoro a tempo determinato (Jobs Act) di ANTONIO PRETEROTI e FABRIZIO FERRARO	»	95
Divieto di concorrenza (trasferimento d'azienda) di MARCO CIAN	»	143
Equity Crowdfunding di NICOLA DE LUCA, SALVATORE LUCIANO FURNARI e ANDREA GENTILE	»	159
Esecuzione forzata tributaria di ANTONIO GUIDARA	»	169
Interventi previdenziali di sostegno al reddito contro la disoccupazione involontaria (dopo il Jobs Act) di STEFANO CAIROLI	»	182
Lavoro autonomo, coordinato ed etero-organizzato (Jobs Act) di DOMENICO MEZZACAPO	»	200
Lavoro a tempo parziale di STEFANO BELLOMO e MATTEO VERZARO	»	216
Mansioni e ius variandi (Jobs Act) di ARIANNA AVONDOLA	»	233
OICR (Organismo di investimento collettivo del risparmio) di FILIPPO ANNUNZIATA	»	247
Patent Box (diritto tributario) di MARCO GREGGI	»	284
Pensione di vecchiaia di ROSA CASILLO	»	293
Processo tributario di FRANCESCO TESAURO	»	339
Reati tributari di STEFANO DORIGO	»	368
Rendiconto finanziario di GIOVANNI STRAMPELLI	»	411
Riscossione dei tributi e delle sanzioni fiscali di ANTONIO GUIDARA	»	420
Salute e sicurezza sul lavoro di ANGELO DELOGU	»	434

Sanzioni amministrative tributarie di ROBERTO CORDEIRO GUERRA	» 456
Start-up e PMI Innovative di PAOLO BENAZZO	» 467
Trust (imposte dirette) di ANGELO CONTRINO	» 492
Valutazione (lavoro pubblico) di PASQUALE MONDA	» 512

Equity crowdfunding

Bibliografia: AA.VV., *European Crowdfunding Network, Review of Crowdfunding Regulation*, Bruxelles, 2014, 1; DE LUCA, *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di srl? Prime considerazioni (art. 100 ter, 2° comma bis e 2° comma quinquies, t.u.f. introdotti dall'art. 4, 10° comma, d.l. 24 gennaio 2015 n. 3, conv. dalla l. 24 marzo 2015 n. 33)*, *NLCC*, 2016, 1; FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le Pmi: mercati alternativi, crowdfunding e mercati private*, in *Analisi giur. dell'economia*, 2013, 203; GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, *BBTC*, 2014, I, 699; KLÖHN-HORNUS-SCHILLING, *The regulation of crowdfunding in the German small investor protection act. Content, consequences, critique, suggestions*, *RDSoc*, 2015, 767; LAUDONIO, *La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*, *DB*, 2014, I, 357; MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell'evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell'investment-based crowdfunding in Europa*, *BIS*, 2016, 283; MOSCO (a cura di), *Aspetti giuridici del crowdfunding*, *Crowdfuture*, Roma, 2013; OTTOLIA, *L'equity crowdfunding tra incentivi al reperimento di capitale di rischio per start up innovative e responsabilità*, *DB*, 2014, I, 43; PIATTELLI, *Il Crowdfunding in Italia*, Torino, 2013, 1; PASSADOR, *Crowdfunding: tra profili di adeguatezza ed appropriatezza e profili di applicabilità all'aumento di capital*, *BIS*, 2015, 287; VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, *RS*, 2014, 371.

Legislazione: artt. 1, 50 quinquies, 100 ter, d.lg. 24-2-1998, n. 58 (testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, in seguito t.u.f.); artt. 25, 30, d.l. 18-10-2012, n. 179 (ulteriori misure urgenti per la crescita del paese, in seguito decreto Crescita 2.0); art. 4, d.l. 24-1-2015, n. 3 (misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti); art. 1, l. 11-12-2016, n. 232 (bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2017 e bilancio pluriennale per il triennio 2017-2019); art. 57, d.l. 24-4-2017, n. 50 (disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo); delib. CONSOB 26-02-2013, n. 18592 (regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line).

Sommario: 1. L'equity crowdfunding: inquadramento del fenomeno ed esigenze di regolazione. – 2. Profili comparatistici. – 3. (*Segue*). Stati Uniti. – 4. (*Segue*). Regno Unito. – 5. (*Segue*). Francia. – 6. (*Segue*). Germania. – 7. Disciplina dell'equity crowdfunding in Italia. – 8. (*Segue*). Gli emittenti. – 9. (*Segue*). I portali e i gestori di portali per la raccolta di capitali. – 10. (*Segue*). I destinatari dell'offerta. – 11. (*Segue*). Le modalità di sottoscrizione della partecipazione e la successiva circolazione delle quote sottoscritte.

1. L'equity crowdfunding: inquadramento del fenomeno ed esigenze di regolazione

Il crowdfunding, benché noto con tale espressione solo in tempi recenti, è in realtà un fenomeno dalle origini antiche come la moneta: rappresenta l'idea

della raccolta di fondi rivolta ad un ampio numero di persone per uno scopo comune. La denominazione moderna gli è stata tuttavia attribuita solo in seguito all'avvento di Internet, che ha dato a questo strumento la più importante occasione per essere utilizzato anche a fini imprenditoriali. Il crowdfunding si connota infatti per l'utilizzo di piattaforme online, ovvero di siti web che, grazie alla capillarità di Internet, permettono ai promotori delle varie raccolte di potersi mettere in contatto con un grande numero di soggetti potenzialmente interessati ad aderirvi.

La diffusione ha condotto allo sviluppo di vari modelli o tipologie di crowdfunding: donation, reward, lending ed equity crowdfunding.

Il donation crowdfunding rappresenta il modello che meno si discosta dall'idea tradizionale di una colletta per fini socio-umanitari, sebbene su vasta scala. Ogni partecipante è appagato dalla consapevolezza di aver partecipato ad una campagna moralmente commendevole e, al più, attende un segno di gratitudine. È sotto quest'ultimo profilo che si distingue il reward crowdfunding (1), il modello ad oggi più utilizzato, sia da imprese ad alto contenuto innovativo, sia da imprese tradizionali, per il finanziamento di singoli progetti imprenditoriali e non, connotati da particolare impatto su certe categorie di consumatori (2): rispetto alla pura donazione, in questo caso, i partecipanti alla raccolta ottengono come ricompensa (reward) il risultato della realizzazione del progetto (ad es., il DVD del film o il CD musicale, oppure veri e propri prototipi o prodotti in prevendita di quanto l'impresa produrrà al completamento della raccolta). Lontani invece dalla tradizionale idea di colletta sono due ulteriori forme di crowdfunding sviluppatasi più di recente: il lending crowdfunding, in cui i soggetti che contribuiscono alla raccolta effettuano *prestiti*, che il promotore della raccolta si impegna a restituire maggiorati di un interesse (3); e l'equity crowdfunding (4) ove oggetto della raccolta sono investimenti di rischio nel capitale di società generalmente di nuova costituzione e connotate dall'alto potenziale innovativo. Come per le altre forme di

crowdfunding, anche la raccolta di capitali di credito e di rischio si basa su un'operazione a struttura trilaterale, in cui a veicolare i flussi finanziari tra investitori ed emittenti si colloca un *portale per raccolta di capitali*.

La crescente popolarità del lending e dell'equity crowdfunding dipende non solo dal potenziale vantaggio economico della disintermediazione finanziaria, ma anche dal convincimento che ottenere in questo modo un prestito, o raccogliere così capitale di rischio, sia comparativamente più "facile" che ricevere un fido bancario o ricorrere ad un collocamento tradizionale. Per avere successo, le campagne di crowdfunding esigono però non solo sistemi di comunicazione tecnologicamente avanzati, in grado di raggiungere direttamente la "folla", ma anche l'utilizzo di una specifica retorica, capace di toccare alcune corde sensibili dell'investitore modello. Si pone così enfasi sulle caratteristiche del prodotto ad alto contenuto tecnologico, ovvero in grado di scardinare mercati dominati da certi produttori (ad es., software open source), o su produzioni compatibili con la tutela dell'ambiente, e così via. Non infrequente è la valorizzazione della responsabilità sociale dell'impresa.

Appartiene alla retorica dell'equity crowdfunding anche l'esaltazione dei vantaggi della partecipazione al progetto di un pubblico di vaste dimensioni. Si afferma che, grazie alla cosiddetta *saggezza della folla* (5), il promotore potrà testare la validità del proprio modello di business sulla base del risultato della raccolta stessa (6), mentre gli investitori apporteranno un contributo al progetto sviluppato dall'impresa (7), con la prospettiva di un ritorno economico superiore a quello di un investimento tradizionale (8).

I vantaggi che connotano il ricorso all'equity crowdfunding sono evidentemente controbilanciati dai maggiori rischi connessi all'utilizzo di questo strumento: di frode (9) – o comunque di asimmetria informativa –, di insuccesso delle campagne e di illiquidità dell'investimento (10).

Il rischio di frode è certamente il più allarmante dato l'impiego di un mezzo impersonale di diffusione della campagna, quale il portale Internet. In assenza di regolamentazione, sono le stesse piattaforme telematiche ad assumersi il compito – nell'interesse degli investitori, ma certamente anche nel proprio – di verificare l'identità e l'affidabilità di chi intende lanciare campagne di crowdfunding (11). Sono ancora le piattaforme a garantire agli investitori un flusso di informazioni sull'investimento; in assenza di regolazione, tuttavia, le stesse tendono a non onerare eccessivamente gli emittenti, per evitare di incidere direttamente sul costo complessivo della raccolta (12). Dato il carattere sperimentale delle iniziative ed il

contenuto innovativo dei progetti, significativo è il rischio di fallimento degli emittenti (13); anche in caso di successo della campagna, notevole è altresì il rischio di illiquidità dell'investimento, per l'assenza di mercati secondari delle partecipazioni (14). È frequente perciò la previsione di meccanismi di exit a carico della società (15), dei soci di maggioranza o di coloro che rilevano le partecipazioni maggioritarie (attraverso clausole di accodamento o tag-along). Non sempre però si tratta di misure adeguate a garantire all'investitore la liquidazione dell'investimento e all'emittente di non perdere la disponibilità delle risorse raccolte.

Varie legislazioni europee hanno introdotto una disciplina del fenomeno, volta non solo a ridurre l'incidenza dei rischi appena evidenziati, ma anche a favorire il ricorso al crowdfunding, spesso a vantaggio delle imprese start-up, le prime a soffrire del cosiddetto financial gap (16).

(1) E v., per la distinzione, PIATTELLI, *Il Crowdfunding*, cit., 10 s.

(2) Si fa riferimento, ad esempio, ai c.d. "geek", una categoria di consumatori caratterizzata da entusiasmo e spiccato interesse per prodotti ad alto contenuto tecnologico, anche se sotto forma di semplice "prototipo", oppure ai sostenitori dell'industria cinematografica e musicale indipendente.

(3) E v., su questo tipo di crowdfunding, il Documento Banca d'Italia dell'8-11-2016, *Raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, 15 ss. V. altresì PIATTELLI, *Il Crowdfunding*, cit., 13.

(4) La letteratura internazionale sull'argomento si riferisce a questo strumento anche con i termini "crowdinvesting", "investment-based crowdfunding", "securities crowdfunding", "equity-based crowdfunding" o semplicemente "equity crowdfunding". Tra altri, si v. ad esempio: KLÖHN-HORNUF, *Crowdinvesting in Deutschland: Markt, Rechtslage und Regulierungsperspektiven*, *Journal of Banking Law and Banking*, 2012, 237-266; e HORNUF-SCHWIENBACHER, *Crowdinvesting – Angel Investing for the Masses?*, in *Handbook of Research on Venture Capital*, Volume 3. *Business Angels*, Edward Elgar Publisher, 2014, 381-398, nonché FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *FCA Consultation Paper CP13/13 ecc.*, 1 ss.; EUROPEAN SECURITY AND MARKET AUTHORITY, *Opinion Investment-based crowdfunding*, 1 ss.; KNIGHT-LEO-OMER, *A Very Quiet evolution: A Primer on Securities Crowdfunding and Title III of the JOBS Act*, *Michigan Journal of Private Equity & Venture Capital Law*, 2012, 135-153.

(5) Il termine fu coniato da SUROWIECKI, *The Wisdom of Crowds*, Anchor Books, New York, 2005, il quale sviluppò una vera e propria teoria sociologica tesa a dimostrare che la risposta ad una domanda fornita da una massa di individui inesperti è più significativa di quella data allo stesso quesito dai medesimi soggetti presi singolarmente, anche se esperti di quel determinato argomento.

(6) In questo senso, SCHWIENBACHER-LARRALDE, *Crowdfunding of small entrepreneurial ventures*, in *Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press, Oxford, 2010, 5 s..

(7) Secondo WILLFORT-WEBER, *The Crowdpower 2.0: An Integrated Approach to Innovation that Goes Beyond Crowdfunding*, Springer International Publishing, Cham, 2016, 213, e NASRABADI, *Equity Crowdfunding: Beyond Financial Innovation*, Springer International Publishing, Cham, 2016, 203 Internet opererebbe una selezione naturale in base alla quale ogni progetto attira anche un elevato numero di soggetti esperti nel settore in cui l'impresa emittente opera: questi soggetti possono contribuire

allo sviluppo imprenditoriale di quella società con le proprie competenze specifiche o complementari.

(8) Moltissime sono infatti le ricerche e gli studi i quali registrano come, nonostante caratterizzate da un altro grado di fallimento, l'investimento in imprese innovative e start-up sia altamente remunerativo.

(9) Secondo FERRARINI, *I costi*, cit., 215, il rischio di frode aumenterebbe proprio in virtù dei bassi costi correlati all'utilizzo di questo strumento.

(10) In merito, PASSADOR, *Crowdfunding*, cit., 315-318 sottolinea la necessità che i portali tengano debito conto delle peculiarità dei prodotti illiquidi rispetto al grado di conoscenza finanziaria ed esperienza del cliente, verificando l'effettiva capacità di questi di comprenderne i profili di rischio. Sul dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi, v. Comunicazione CONSOB, 2-3-2009, n. 9019104.

(11) Da questo punto di vista, il portale assumerebbe il ruolo di vero e proprio gatekeeper. Per un approfondimento sul punto, v. IOVIENO, *Il portale nell'equity crowdfunding: un nuovo gatekeeper? Un'analisi alla luce della regolamentazione italiana e statunitense*, DII, 2016, 1.

(12) Sul punto, FERRARINI, *I costi*, cit., 221, sostiene che l'*equity crowdfunding* perderebbe sicuramente di interesse ove a questo si applicassero gli oneri, e i connessi costi, previsti dalla disciplina delle offerte al pubblico.

(13) Ex multis v. BARRETT-ROVNICK, *One in five UK crowdfunding investments fail*, Financial Times, 2015 e AGRAWAL-CATALINI-GOLDFARB, *Some simple economics of crowdfunding*, in *Innovation Policy and the Economy*, XIV, 2014, 63-97.

(14) Secondo quanto riportato da MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit., 291, il quale rimanda per maggiori dettagli a FREEDMAN-NUTTING, *The Growth of Equity Crowdfunding. Crowdfinance options for private companies, and secondary markets for investors, will keep expanding*, in *The Value Examiner*, July/August 2015, 6, si prevede un futuro sviluppo dei mercati secondari degli strumenti acquisiti tramite equity crowdfunding.

(15) Esempio è stata la raccolta promossa da Paulownia Social Project, la quale riuscì a raggiungere l'obiettivo previsto in pochissimo tempo grazie alla promessa di un meccanismo di exit che prevedeva un patto di riacquisto delle quote sottoscritte maggiorate di un tasso di interesse fisso e prestabilito.

(16) Con tale termine si descrive la difficoltà delle imprese di piccole e medie dimensioni ad avere accesso alle tradizionali fonti di finanziamento. Allo stesso fanno riferimento pubblicazioni delle più importanti organizzazioni internazionali, e v. tra queste: OECD, *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*, 2015, nonché la Comunicazione della Commissione Europea, *Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union*, del 27-3-2014, COM(2014) 172 final, 2-4.

2. Profili comparatistici

Prima di soffermarci sulla disciplina italiana dell'*equity crowdfunding*, è opportuno fornire alcuni cenni comparatistici che consentiranno di comprendere meglio e di valutare alcune scelte del legislatore italiano.

Il primo ordinamento a dettare una regolamentazione del fenomeno è stato quello statunitense, con una normativa di livello federale che aveva il principale obiettivo di apprestare tutela agli investitori non professionali. Per grandi linee, l'intervento regolatore americano intendeva evitare una eccessiva concentrazione di rischi, imponendo una limitazione quan-

titativa agli investimenti. Correlativamente, sempre a tutela degli investitori non professionali, reputava necessario imporre agli emittenti di ricorrere a piattaforme di crowdfunding accreditate presso la SEC (U.S. Securities and Exchange Commission), con l'obiettivo di veicolare attraverso le stesse le necessarie informazioni per un investimento consapevole. Infine, reputava opportuno limitare la circolazione sul mercato secondario degli strumenti collocati in crowdfunding.

Approccio non dissimile è stato seguito dalle principali legislazioni europee. Pur in assenza di principi dell'Unione Europea al riguardo, le stesse si sono mosse secondo due direttrici convergenti: *da una parte*, affermare o confermare l'esenzione degli emittenti che ricorrono all'*equity crowdfunding* dall'obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo, ma al contempo offrire forme di tutela degli investitori non professionali; *dall'altra parte*, riconoscere la figura della piattaforma di crowdfunding ed imporre in capo alla stessa – spesso qualificandola come intermediario soggetto ad autorizzazione – l'obbligo di somministrare ai potenziali investitori le informazioni necessarie per una decisione di investimento consapevole. Alcune delle legislazioni europee – al pari di quella americana – hanno peraltro ritenuto necessario introdurre limitazioni di tipo quantitativo agli investimenti individuali per evitare una eccessiva esposizione al rischio da parte degli investitori non professionali.

3. (Segue). Stati Uniti

Anche a ragione della precoce affermazione dell'*equity crowdfunding* sul mercato, gli Stati Uniti, con il cosiddetto JOBS Act del 2012 (17), sono stati i primi a regolare il fenomeno del crowdfunding come fonte alternativa di finanziamento per le imprese. Il Titolo III del JOBS Act è interamente dedicato all'*equity crowdfunding* e presenta elementi distintivi che hanno reso l'intera normativa modello e fonte d'ispirazione per le regolamentazioni di tutto il mondo, inclusa quella italiana.

Il legislatore statunitense ha disciplinato restrittivamente la facoltà degli emittenti di farvi ricorso, prevedendo che, nell'arco dei dodici mesi, la possibilità di raccogliere risorse da investitori non professionali non possa eccedere la somma di un milione di dollari, e ha imposto che l'investimento sia veicolato da un portale di crowdfunding. Gli emittenti che ricorrono al crowdfunding assumono l'obbligo di divulgare le necessarie informazioni concernenti la situazione finanziaria dell'impresa e fornire una dettagliata descrizione dell'offerta d'investimento ed il relativo business plan. È interessante inoltre notare come non sia permesso all'emittente che ricorre al crowdfunding di sollecitare l'investimento con strumenti di

promozione e pubblicità ulteriori rispetto alla pubblicazione dell'offerta sulla piattaforma.

La disciplina di rango federale è integrata da norme a carattere regolamentare emanate dall'autorità di controllo, la SEC. Queste ultime definiscono la piattaforma di equity crowdfunding (funding portal) come un intermediario (18) che, per legge: (i) non presta consulenza o raccomanda acquisti; (ii) non sollecita vendite o acquisti e non promuove l'acquisto di titoli presenti sul suo marketplace; (iii) non detiene né gestisce fondi o strumenti finanziari degli investitori; e (iv) non svolge attività riservate dalla SEC (19). Alla piattaforma di crowdfunding è fatto divieto di rendersi sottoscrittore o comunque acquirente di partecipazioni di emittenti di cui promuove una campagna.

Come accennato, la disciplina americana impone a carico dell'investitore, a fini di sua tutela, un limite all'ammontare degli investimenti realizzabili nel mercato dell'equity crowdfunding. Il tetto è proporzionato al reddito dell'investitore e non può superare una determinata percentuale del suo patrimonio, anche tenuto conto della relativa capacità di poter sostenere eventuali perdite (20)]. Quest'ultimo ha anche l'obbligo di detenere le quote acquistate per un minimo di un anno, a meno che non decida di trasferirle a familiari, investitori professionali, ad altri enti autorizzati dalla SEC o allo stesso emittente che voglia intraprendere un'operazione di riacquisto. È significativo notare come la limitazione alla rivendita degli strumenti sottoscritti in crowdfunding non ha impedito la nascita e lo sviluppo di un efficiente mercato secondario, gestito sempre più spesso dalle stesse società emittenti, in qualità di market maker. In questo senso, gli emittenti creano piazze di compravendita che consentono di assicurare adeguata liquidità al mercato dei propri strumenti finanziari, altrimenti difficilmente liquidabili tramite i mercati tradizionali.

(17) Questo atto, denominato "Jumpstart Our Business Startups Act", è divenuto legge il 5-4-2012. Come esplicitato nelle premesse, l'atto si pone l'obiettivo di aumentare la creazione di posti di lavoro e la crescita economica anche attraverso il miglioramento e la facilitazione all'accesso delle compagnie emergenti ai mercati di capitale di rischio.

(18) Il portale online, in quanto intermediario, deve necessariamente essere registrato come tale presso la SEC e sottostare alle funzioni regolative, di attuazione e di controllo di questa autorità. Il portale deve anche essere membro di una national securities association, registrata conformemente alla sec. 15a *Securities Exchange Act* del 1934. Ad oggi l'unica associazione registrata è la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority).

(19) Sec. 304 JOBS Act, in materia di funding portal regulation. (20) Per gli investitori il cui reddito netto annuo è inferiore ai centomila dollari, il limite di investimento è pari al 5% di tale somma. Al di sopra della soglia di centomila dollari annui, il limite passa al 10%, conformemente allo U.S. Code: 15 U.S.C.A. §§ 77d(a)(6)(A-B).

4. (Segue). *Regno Unito*

È dato di fatto che il Regno Unito rappresenti il paese europeo in cui l'equity crowdfunding si è sviluppato maggiormente (21).

Nonostante la vasta diffusione del fenomeno, la scelta del legislatore britannico è stata quella di non emanare una disciplina ad hoc, ma di adattare ad esso la disciplina già vigente. Per quanto riguarda il contesto normativo in materia di sollecitazione all'investimento e promozione finanziaria, si fa riferimento al Capitolo 4 del Conduct of Business Sourcebook della FCA (Financial Conduct Authority, l'autorità di vigilanza dei mercati finanziari britannica). Relativamente invece alle attività regolamentate delle piattaforme, vi è stato un adattamento del Financial Services and Markets Act del 2000 conformemente alle direttive dell'Unione Europea: e cioè la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (22) e la direttiva 2003/71/CE, nota come direttiva prospetto (23).

Dal punto di vista dell'emittente, la legislazione britannica considera l'offerta di titoli attraverso una piattaforma di crowdfunding alla stregua di una sollecitazione all'investimento. Di conseguenza, anche le offerte fatte tramite piattaforme di equity crowdfunding, indirizzate ad un pubblico di investitori non professionali, devono essere preventivamente trasmesse alla FCA per la sua approvazione. Tale autorità verifica la chiarezza e l'univocità delle informazioni contenute nel documento di offerta e, se la verifica ha esito positivo, permette la realizzazione della campagna di crowdfunding. È inoltre interessante aggiungere – anche per poterne trarre spunti di comparazione con la disciplina italiana – che il soggetto emittente deve necessariamente qualificarsi come public company, risultando confermato il divieto per le private limited companies di sollecitare il pubblico all'investimento in propri prodotti finanziari (24).

Ciononostante, non è imposto di norma all'emittente che ricorra ad una campagna di crowdfunding di diffondere un prospetto informativo. Nel Regno Unito infatti vige la più ampia esenzione dagli obblighi della già citata direttiva prospetto: sono infatti esentati da tale obbligo tutti gli emittenti che abbiano collocato strumenti finanziari nell'arco di dodici mesi con una raccolta inferiore a cinque milioni di sterline e diretta a non più di centocinquanta investitori non professionali.

A ragione dell'assenza di un prospetto informativo, per la tutela degli investitori non professionali è stato previsto che l'informazione sia veicolata dalle piattaforme di crowdfunding, intermediari soggetti ad autorizzazione della FCA (25). Conseguentemente, vincolate al rispetto del codice di etica e condotta della FCA, sono le piattaforme ad assumere il com-

pito di garantire la sicurezza e trasparenza delle operazioni su strumenti finanziari e sugli investimenti realizzati attraverso campagne di equity crowdfunding (26).

Similmente alla disciplina d'Oltreoceano, un'ulteriore cautela prevista a garanzia degli investitori è rappresentata dall'imposizione di un limite alle somme che gli investitori non professionali possono investire in operazioni di equity crowdfunding. Il tetto all'investimento individuale è pari al 10% del patrimonio dell'investitore ed il rispetto di questa condizione è requisito necessario affinché quest'ultimo possa ricevere offerte dirette dagli emittenti (27).

Come avvertito, le legislazioni in materia di crowdfunding sono anche dirette a creare incentivi per l'investitore, con l'obiettivo di favorire il ricorso allo strumento. Nel Regno Unito è disponibile uno schema denominato SEIS (Seed Enterprise Investment Scheme) che offre sostanziosi incentivi fiscali ai potenziali investitori che vogliano allocare i propri capitali in campagne ad alto rischio.

(21) Basti menzionare che le campagne di crowdfunding nel Regno Unito hanno raccolto investimenti per 332 milioni di sterline nel 2015, con una crescita esponenziale del 295%, rispetto all'anno precedente, potendo contare su un numero elevatissimo di piattaforme che hanno concluso con successo oltre mille duecento campagne di crowdfunding tra il 2012 e il 2015. Sul punto v. NESTA, *Pushing Boundaries: The 2015 UK Alternative Finance Industry Report*, University of Cambridge – Centre for Alternative Finance, Cambridge, 2016, 13.

(22) Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8-6-2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010.

(23) Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4-11-2003, 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.

(24) Sec. 755 Companies Act 2006.

(25) Secc. 185-191 Financial Services and Markets Act 2000.

(26) The Financial Conduct Authority Code of Conduct, Capitolo 3 - *Personal dealings in securities and related investments* (01-2016), 6-8.

(27) FCA Handbook, COBS 4-7-10., 2013, 38.

5. (Segue). Francia

In Francia, una disciplina dell'equity crowdfunding (financement participatif) è stata emanata solo nel maggio del 2014 (28).

La disciplina del financement participatif francese vede al vertice dell'apparato regolamentare la AMF (Autorité des Marchés Financiers, l'autorità di vigilanza dei mercati finanziari francese), a cui vengono demandate le funzioni di autorizzazione e controllo degli intermediari. A questo proposito, la Francia ha imposto l'utilizzo di un modello di piattaforma di intermediazione autorizzata dalla suddetta AMF. La registrazione della piattaforma presso l'autorità è condizione necessaria per iniziare una cam-

pagna di equity crowdfunding: alle società emittenti viene richiesta la trasmissione di informazioni (sotto forma di mini-prospetto), al fine di tutelare gli investitori ma senza gravare eccessivamente gli emittenti con gli obblighi informativi previsti per la redazione di un prospetto informativo. Tali previsioni sono adottate in conformità degli artt. 3-4 direttiva 2003/71/CE in materia di prospetti.

La particolarità del sistema francese risiede nella dettagliata regolamentazione delle piattaforme di crowdfunding. Queste devono, infatti, costituirsi in forma di CIP (Conseillers en Investissements Participatifs), specificamente previsti per la raccolta mediante equity crowdfunding (29). Le piattaforme CIP devono essere costituite in Francia e operare sotto la supervisione della AMF, tramite l'iscrizione nel registro degli intermediari finanziari. Non è prevista una dotazione minima di capitale, in modo tale da contenere i costi di creazione delle piattaforme. Questi intermediari hanno tuttavia limitazioni operative, potendo negoziare solo partecipazioni societarie ordinarie (con esclusione, ad es., di partecipazioni prive del diritto al voto in assemblea) e obbligazioni ad interesse fisso. Agli stessi intermediari è anche vietato di rendersi sottoscrittori o, comunque, acquirenti di partecipazioni di società emittenti che promuovono direttamente. Per tutelare maggiormente gli investitori, i portali devono rispettare un codice di condotta redatto dall'AMF, cui è subordinato l'utilizzo del logo dell'autorità, simbolo di ufficiale approvazione dello Stato e garanzia per gli investitori (30).

(28) Ordonnance n. 2014-559 du 30-5-2014 relative au financement participatif.

(29) Décret d'application n. 2014-1053 du 16-9-2014 de l'Ordonnance n. 2014-559 du 30-5-2014.

(30) Artt. 325-32 - 325-34 Règlement général de l'autorité des Marchés Financiers.

6. (Segue). Germania

La più tarda delle legislazioni europee in materia di equity crowdfunding è stata quella tedesca, emanata solo nel 2015, quando il governo ha inserito nella categoria dei prodotti finanziari anche i cosiddetti prestiti partecipativi (partiarische Darlehen) di cui al § 488 BGB. Era infatti con questi strumenti, riconducibili ai certificati rappresentativi di associazione in partecipazione, che si realizzavano in Germania, sin da prima della regolamentazione, le campagne di equity crowdfunding. Dato che questi prestiti non erano inseriti nella lista dei prodotti finanziari, le stesse campagne di crowdfunding risultavano automaticamente sottratte agli obblighi di pubblicazione del prospetto informativo, a prescindere dall'entità della raccolta e dai destinatari.

Per evitare che la nuova normativa avesse un impac-

to eccessivamente penalizzante sul ricorso al crowdfunding, il legislatore tedesco ha previsto un'esenzione dagli obblighi di pubblicazione del prospetto informativo per tutti gli emittenti che rispettino determinati requisiti (31). Sebbene esentate dall'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo, le società che ricorrono a campagne di crowdfunding mediante prestiti partecipativi devono in ogni caso fornire alla BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, l'autorità di vigilanza dei mercati finanziari tedesca) un documento riepilogativo contenente le informazioni essenziali sull'investimento proposto. L'ordinamento tedesco pone particolare accento sulle modalità di pubblicizzazione delle campagne promozionali che abbiano ad oggetto proposte di investimento pubblicate su piattaforme di crowdfunding. La legge tedesca intende così garantire, a mezzo della supervisione dell'autorità di vigilanza, che risultino chiari ai potenziali investitori tutti i rischi e i benefici collegati all'investimento. A questo proposito, la BaFin ha il potere di vietare (32) determinati annunci di società emittenti che utilizzino pratiche pubblicitarie reputate non conformi a legge e potenzialmente pericolose.

Anche le piattaforme tedesche che facilitino l'offerta di quote, azioni e prodotti finanziari necessitano di un'autorizzazione da parte della BaFin. Esse devono essere alternativamente sottoposte al controllo diretto da parte dell'autorità stessa, oppure qualificarsi come impresa di servizi d'investimento ai sensi del § 2(4) WpHG (Wertpapierhandelsgesetz).

Anche la disciplina tedesca prevede l'imposizione di limiti d'investimento per singole operazioni a carico degli investitori, introducendo vincoli rapportati al loro patrimonio e alla loro capacità di esporsi ad eventuali perdite. Il tetto massimo d'investimento per la persona fisica è di mille euro, elevabile a diecimila euro, se il soggetto è in grado di fornire prova di stabilità finanziaria, sotto forma di reddito o patrimonio (§ 2a (1-2) Kleinanleger-schutzgesetz).

Diversamente da altre legislazioni, la legislazione tedesca non impone alcuna restrizione alla rivendita delle partecipazioni sottoscritte tramite equity crowdfunding (33).

(31) Per potere beneficiare dell'esenzione, le condizioni da rispettare sono le seguenti: a) che non si ecceda un limite pari a due milioni e cinquecentomila Euro di investimento; b) che si ricorra per la prima volta al finanziamento mediante prestiti partecipativi (o simili); c) l'esclusivo utilizzo di internet e delle piattaforme online; d) che non vi sia un invito al pubblico all'investimento.

(32) §§ 16 (1) Wertpapierhandelsgesetz.

(33) Gli effetti di tale agile regolamentazione sono analizzati da KLÖHN-HORNUF-SCHILLING, *The Regulation of Crowdfunding*, cit., 767.

7. Disciplina dell'equity crowdfunding in Italia

L'Italia è stato il primo paese europeo ad emanare una disciplina del fenomeno dell'equity crowdfunding (34). Le ragioni di tale intervento precoce risiedono nell'aver attribuito a questo strumento innovativo di finanziamento un importante ruolo nel favorire lo sviluppo e la crescita economica del paese. Ed è, infatti, proprio in quest'ottica che la disciplina dell'equity crowdfunding venne inserita in un'apposita sezione del d.l. 18-10-2012, n. 179, significativamente noto come decreto Crescita 2.0, il quale si proponeva lo scopo di «favorire la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico, la nuova imprenditorialità e l'occupazione, in particolare giovanile», nonché quello di contribuire «allo sviluppo di una nuova cultura imprenditoriale» e «alla creazione di un contesto maggiormente favorevole all'innovazione» (art. 25, 1° co., decreto Crescita 2.0). Successivi adattamenti ed integrazioni a questa primigenia disciplina sono stati apportati dal d.l. 24-1-2015, n. 3, nonché dalla l. 11-12-2016, n. 232 (c.d. legge di Bilancio 2017) e da ultimo dal d.l. 24-4-2017, n. 50: queste ultime innovazioni, in particolare, hanno avuto l'obiettivo di ampliare il novero dei soggetti che possono fare ricorso al crowdfunding (35).

(34) Ricorda Mosco, *La nuova regolamentazione dell'equity crowdfunding*, in *Aspetti giuridici*, a cura di Mosco, cit., 6, che la disciplina italiana è stata la prima ad essere diventata "operativa" a livello mondiale.

(35) L'intervento regolatorio successivo ha avuto l'obiettivo di rendere la nuova disciplina meno gravosa, onde evitare che la disciplina uccidesse il crowdfunding nella culla (secondo la nota espressione di ENRIQUES, *La disciplina italiana uccide il crowdfunding nella culla*, in *Aspetti giuridici*, a cura di Mosco, cit., 72-75).

8. (Segue). Gli emittenti

La strumentalità dell'equity crowdfunding allo sviluppo dell'impresa innovativa è testimoniata anzitutto dal fatto che, almeno inizialmente, l'utilizzo di questo strumento era riservato alle sole imprese che rispettassero determinati parametri di innovatività. In questo contesto, l'accesso al crowdfunding costituiva misura agevolativa a disposizione delle sole start-up innovative, figura giuridica che veniva introdotta, per la prima volta, proprio con l'art. 25 del decreto Crescita 2.0.

Si definiscono start-up innovative le società che abbiano per «oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto contenuto tecnologico» e, allo stesso tempo, soddisfino almeno uno fra i seguenti tre requisiti: (i) la presenza di un rilevante investimento in spese di ricerca e sviluppo; (ii) l'impiego di lavoratori scientificamente qualificati (quali dottori di ricerca o altre figure similmente qualificate); e (iii) la titolarità di un diritto di privativa

industriale collegato con l'attività svolta (36). Si deve aggiungere che la qualifica di start-up innovativa può essere assunta solo da nuove società di capitali o cooperative (37): sono, infatti, escluse quelle società che siano originate da una fusione o scissione, o abbiano costituito il proprio patrimonio grazie a una cessione d'azienda, nonché quelle le cui partecipazioni siano state fatte oggetto di quotazione. Rispettando questi requisiti, la società interessata acquisisce lo status di start-up innovativa con l'iscrizione in un'apposita sezione del registro delle imprese e potrà mantenerla per un massimo di cinque anni da quando è stata costituita (38), a condizione che la stessa non distribuisca, né abbia mai distribuito utili, e che il proprio fatturato non abbia superato nell'ultimo biennio i cinque milioni di Euro (39).

A qualche anno di distanza dalla entrata in vigore dell'appena menzionato decreto Crescita 2.0, il d.l. n. 3/2015 ha ampliato la platea degli emittenti che possono accedere al crowdfunding, introducendo la figura della piccola e media impresa innovativa (PMI innovativa). Possono acquisire tale status le PMI (40) costituite sotto forma di società di capitali che possiedano almeno due dei tre requisiti di innovatività già previsti per le start-up innovative, anche se per valori percentuali meno elevati (41), e purché abbiano sottoposto l'ultimo bilancio a revisione legale dei conti da parte di un soggetto iscritto nell'apposito registro. Tuttavia, l'acquisto dello status di PMI innovativa è precluso agli emittenti che abbiano acquisito in precedenza la qualifica di start-up innovativa o che abbiano avuto azioni quotate in mercati regolamentati (42).

Misure legislative successive hanno permesso il ricorso all'equity crowdfunding anche alle imprese che supportano il turismo tramite software o altre tecnologie (43), nonché agli organismi di investimento collettivo del risparmio e alle società di capitali che investono prevalentemente in start-up e PMI innovative (44).

Da ultimo, con l'entrata in vigore della Legge di bilancio 2017 (45), la possibilità di utilizzare l'equity crowdfunding è stata estesa a tutte le PMI, anche se prive del connotato dell'innovatività. Per consentire a tutte le PMI, anche a quelle costituite in forma di s.r.l., di ricorrere al crowdfunding, il legislatore ha però dovuto loro estendere la deroga (46) – già prevista per le start-up e le PMI innovative – al divieto ex art. 2468 c.c. di raccolta attraverso collocamento al pubblico di propri prodotti finanziari (47). Considerando che la quasi totalità delle s.r.l. si qualifica PMI, la deroga appare addirittura sovvertire la regola (48): è quindi probabile – e fondamentalmente auspicabile – che il legislatore intervenga nuovamente, per chiarire che le partecipazioni dei soci di PMI s.r.l. possono costituire oggetto di offerta al pubblico

di prodotti finanziari *esclusivamente* tramite crowdfunding.

(36) L'art. 25, 2° co., lett. h), d.l. n. 179/2012 prevede che: (i) la spesa in ricerca e sviluppo richiesta deve essere maggiore o uguale al 15% del maggiore fra il costo e/o il valore totale della produzione, come risultante dall'ultimo bilancio d'esercizio approvato; (ii) almeno il 33% dei lavoratori devono essere titolari di un dottorato di ricerca oppure il 66% deve essere in possesso di una laurea magistrale; infine, (iii) il diritto di privativa industriale deve riguardare le invenzioni biotecnologiche, le topografie dei prodotti a semiconduttori, le nuove varietà vegetali oppure un programma per elaboratore originario.

(37) L'art. 25, 2° co., lett. b), d.l. n. 179/2012 richiede che la società non sia costituita da più di sessanta mesi.

(38) Per le società già costituite al momento dell'entrata in vigore del decreto, in possesso dei requisiti di legge, si applica l'art. 25, 3° co., d.l. n. 179/2012 secondo cui, per tali società, la disciplina «trova applicazione per un periodo di quattro anni dalla data di entrata in vigore del presente decreto, se la start-up innovativa è stata costituita entro i due anni precedenti, di tre anni, se è stata costituita entro i tre anni precedenti, e di due anni, se è stata costituita entro i quattro anni precedenti».

(39) In generale, sui profili societari delle start-up innovative, v. MALTONI-SPADA, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, RN, 2013, 1113 ss.; FREGONARA, *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Milano, 2013; BENAZZO, *La s.r.l. start-up innovativa*, NLCC, 2014, 101 ss.; MARASÀ, *Le s.r.l. nel quadro della legislazione di agevolazione*, NLCC, 2014, 632 ss.; CIAN, *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, NLCC, 2014, 1178 ss.; GUACCERO, *La start-up innovativa*, cit., 699 ss.; PIATTELLI, *Il Crowdfunding*, cit., 63 s.

(40) Il d.l. n. 3/2015 fa espresso riferimento alla definizione di PMI contenuta nella Raccomandazione della Commissione n. 2003/361/CE, ovvero alle microimprese e piccole e medie imprese che occupino meno di duecentocinquanta persone, il cui fatturato annuo non superi i cinquanta milioni di Euro e/o il cui attivo totale annuo non superi i quarantatré milioni di Euro.

(41) A norma dell'art. 4, 1° co., dalla lett. e), d.l. n. 3/2015, la spesa in ricerca e sviluppo richiesta per le PMI innovative è del 3%, invece che del 15%, ed è sufficiente che un quinto dei lavoratori siano titolari di un dottorato di ricerca (invece del terzo); il possesso di una laurea magistrale è richiesta solo per il terzo dei lavoratori anziché per i due terzi.

(42) È altresì richiesta la residenza fiscale in Italia ai sensi dell'art. 73 t.u.i.r., ovvero in uno degli stati aderenti all'accordo sullo spazio economico europeo ma solo nel caso in cui abbiano una filiale, o una sede, non meramente rappresentativa, in Italia.

(43) A norma dell'art 11 bis, d.l. 31-5-2014, n. 83, anche le c.d. start-up turistiche sono considerate start-up innovative, purché «abbiano come oggetto sociale la promozione dell'offerta turistica nazionale attraverso l'uso di tecnologie e lo sviluppo di software originali, in particolare, agendo attraverso la predisposizione di servizi rivolti alle imprese turistiche. Tali servizi devono riguardare la formazione del titolare e del personale dipendente, la costituzione e l'associazione di imprese turistiche e culturali, strutture museali, agenzie di viaggio al dettaglio, uffici turistici di informazione e accoglienza per il turista e tour operator di autotrasporto, in modo tale da aumentare qualitativamente e quantitativamente le occasioni di permanenza nel territorio; l'offerta di servizi centralizzati di prenotazione in qualsiasi forma, compresi sistemi telematici e banche di dati in convenzione con agenzie di viaggio o tour operator, la raccolta, l'organizzazione, la razionalizzazione nonché l'elaborazione statistica dei dati relativi al movimento turistico; l'elaborazione e lo sviluppo di applicazioni web che consentano di mettere in relazione

aspetti turistici culturali e di intrattenimento nel territorio nonché lo svolgimento di attività conoscitive, promozionali e di commercializzazione dell'offerta turistica nazionale, in forma di servizi di incoming ovvero di accoglienza di turisti nel territorio di intervento, studiando e attivando anche nuovi canali di distribuzione».

(44) Previsione introdotta dalla delibera CONSOB 24-2-2016, n. 19520, mentre per le definizioni di OICR e di società di capitali che investe prevalentemente in start-up e in PMI innovative si rimanda all'art. 1, 2° co., lett. e) ed f), d. Interm. 30-1-2014.

(45) Art. 1, 70° co., l. n. 232/2016.

(46) Prima delle recenti modifiche operate dal d.l. 20-4-2017, n. 50, il sistema presentava qualche "sbavatura", impedendo alle PMI non innovative costituite in forma di s.r.l. di ricorrere all'equity crowdfunding. Infatti, nonostante l'evidente intenzione di eliminare il collegamento al requisito dell'innovatività, per le PMI non innovative non veniva riprodotta la deroga all'art. 2468, 1° co., c.c. (prevista per le altre dall'art. 26 del decreto Crescita 2.0), che prima consentiva alle sole partecipazioni di s.r.l. di start-up o PMI innovative di divenire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari. L'art. 57, 1° co., d.l. 24-4-2017, n. 50, è intervenuto modificando direttamente l'art. 26 del decreto Crescita 2.0, il quale, nella sua attuale formulazione, consente che «le quote di partecipazione in PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali».

(47) Sulla portata dell'esenzione dal divieto, v. DE LUCA, *Crowd-funding*, cit., 6, nt. 10.

(48) Regola che qualifica tipologicamente la s.r.l. E sia permesso rinvio sul punto a STAGNO D'ALCONTRES-DE LUCA, *Le società, I. Le società in generale. Le società di persone*, Torino, 2015, 100.

9. (Segue). *I portali e i gestori di portali per la raccolta di capitali*

L'emittente che intenda ricorrere all'equity crowdfunding offre al pubblico le proprie partecipazioni sociali esclusivamente attraverso un *portale per la raccolta di capitali*, ossia, come già anticipato, un sito Internet all'interno del quale i potenziali investitori possono avviare la procedura di sottoscrizione. Come quella delle start-up innovative, così anche la disciplina dei portali e dei soggetti che li gestiscono è stata introdotta con il decreto Crescita 2.0, che, sul punto, ha modificato la disciplina del t.u.f. (49). Anche la disciplina dei portali è stata modificata da ultimo con la legge di bilancio 2017.

Per *portale per la raccolta di capitali per le PMI* (50) si intende una piattaforma online con la finalità esclusiva di facilitare la raccolta di capitali di rischio da parte dei soggetti ammessi all'utilizzo di questo strumento. La facilitazione alla raccolta consiste nell'intermediazione svolta dal soggetto che gestisce professionalmente il portale (51). Possono esercitare questa attività le imprese di investimento, le banche autorizzate ai relativi servizi di investimento e i soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla CONSOB. Questi ultimi – conosciuti come *gestori speciali non professionali* – rappresentano la categoria di gestori più diffusa (52). A differenza dei gestori di diritto, i gestori speciali non professionali non pos-

sono eseguire direttamente gli ordini di acquisto o di sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, dovendosi avvalere di intermediari finanziari autorizzati allo svolgimento di tali attività. Parimenti, agli stessi non è consentito di detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi provenienti dall'attività di intermediazione svolta a favore dell'emittente. La limitazione operativa giustifica la sottrazione di questi soggetti alle previsioni contenute nel testo unico della finanza relative alla promozione e al collocamento a distanza dei servizi e delle attività di investimento aventi ad oggetto strumenti finanziari.

Per poter essere iscritti nel registro dei gestori di portali, tenuto dalla CONSOB, i gestori non professionali devono comunque possedere alcuni requisiti: (i) essere costituiti in forma di società di capitali; (ii) avere la sede legale e amministrativa in Italia (53); (iii) prevedere come oggetto sociale esclusivo la gestione del portale; e, infine, (iv) dotarsi di organi di amministrazione, direzione e controllo in possesso dei requisiti di professionalità e onorabilità stabiliti dalla CONSOB (54). Alla stessa CONSOB è affidata la vigilanza su tutti i gestori di portali, con poteri sia a carattere informativo che sanzionatorio.

La disciplina italiana dei portali regolamenta in maniera particolareggiata anche il procedimento di offerta degli strumenti finanziari dell'impresa che può ricorrere all'equity crowdfunding (art. 100 ter t.u.f.). L'offerta viene propriamente qualificata come un appello al pubblico risparmio che si caratterizza, tuttavia, per essere condotto esclusivamente attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali (55). Nel complesso, gli strumenti oggetto di offerta non possono superare il valore complessivo di cinque milioni di euro (56), il che sottrae l'emittente all'applicazione della disciplina comune sull'appello al pubblico risparmio e, conseguentemente, degli obblighi di pubblicazione di un prospetto informativo. Al riguardo, vale la pena sottolineare che gli strumenti oggetto di offerta possono essere rappresentativi solo di capitale di rischio: deve quindi escludersi che gli emittenti possano offrire al pubblico, tramite i portali, titoli obbligazionari o altri titoli di debito (57)

(49) La disciplina secondaria di dettaglio è stata, invece, affidata alla CONSOB, nel Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line, adottato con delibera n. 18592 del 26-6-2013 e da ultimo modificato con deliberazione CONSOB n. 19520 del 24-2-2016.

(50) Si veda l'art. 1, co. 5 novies, t.u.f. Anche questa definizione è stata oggetto di modifica ad opera della legge di Bilancio 2017, la quale ha sostituito ogni riferimento a startup innovative e PMI innovative con, semplicemente, PMI.

(51) La disciplina è contenuta nell'art. 50 quinquies t.u.f., introdotto dal d.l. n. 179/2012 e poi modificato con la legge di Bilancio 2017.

(52) 17 portali su 18 sono gestiti da c.d. gestori non professionali:

e v. Osservatorio Crowd-investing del Politecnico di Milano, accessibile al sito web <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/> (aggiornato al 3-5-2017).

(53) Per i soggetti comunitari è richiesta la stabile organizzazione in Italia, mentre va esclusa la possibilità per un soggetto extra-comunitario di poter svolgere questo servizio.

(54) Artt. 8 e 9 del Regolamento CONSOB n. 18592.

(55) Sul punto si nota un palese difetto di coordinamento dopo le modifiche apportate a questa materia dalla Legge di Bilancio 2017. Modificando l'art. 50 quinquies t.u.f., che introduce e definisce la figura del gestore di portali per la raccolta di capitali, questa legge ha ampliato la sfera dei soggetti ammessi all'utilizzo di questo strumento, senza però modificare di conseguenza anche l'art. 100 ter t.u.f. che si occupa di disciplinare l'offerta di strumenti finanziari effettuata sul portale o tramite lo stesso. L'immediata apparente conseguenza è che, a norma di quest'ultimo articolo, solo gli strumenti emessi da start-up innovative e PMI innovative possono essere oggetto di offerta sugli appositi portali, benché, a norma dell'art. 50 quinquies t.u.f., il portale deve avere lo scopo di raccogliere capitali per *tutte* le PMI. Anche il Regolamento CONSOB n. 18592, antecedente alle novità del 2017, risulta, ancora, non coordinato.

(56) Limite contenuto nell'art 100, 1° co., lett. c), t.u.f. e stabilito con delibera CONSOB 14-5-1999, n. 11971, modificata da ultimo con deliberazione CONSOB 17-3-2016 n. 19548.

(57) Ciò si desume dalla definizione di portale contenuta all'art 1, co. 5 novies, t.u.f. MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit., 349, suggerisce l'ampliamento degli strumenti che possono essere offerti al pubblico tramite equity crowdfunding, volendovi ricomprendere anche gli strumenti di debito e gli strumenti partecipativi ibridi. Nello stesso senso, v. anche OTTOLIA, *L'equity crowdfunding*, cit., 50.

10. (Segue). *I destinatari dell'offerta*

La disciplina dell'equity crowdfunding si compone in ampia parte di regole poste a protezione dell'investitore comunemente definito retail, tutte contenute nel Regolamento CONSOB n. 18592 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line. L'art. 13 del Regolamento CONSOB n. 18592 descrive le regole di condotta che devono essere rispettate dal gestore del portale. In particolare, a questo si impone di verificare il livello di *esperienza e conoscenza* dell'investitore, con lo scopo di selezionare i partecipanti alla raccolta, escludendo coloro che – sottoposti ad un questionario – dimostrino di non essere in grado di comprendere non solo le caratteristiche, ma soprattutto i rischi collegati all'investimento.

Per poter comprendere appieno tali rischi, è necessario imporre all'emittente degli obblighi di trasparenza, atti a prevenire il rischio di asimmetria informativa. In questo senso, pur sottraendo l'emittente al dovere di pubblicazione di un prospetto informativo, la disciplina dell'equity crowdfunding fa gravare sulla piattaforma e sull'emittente alcuni obblighi di informazione e trasparenza, consistenti nella pubblicazione di una serie di documenti che forniscano i dati di base sulla società emittente e sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta (58).

Appartengono, inoltre, al novero delle regole per la protezione dell'investitore alcune previsioni peculiari

che gravano direttamente sui gestori dei portali e solo indirettamente sugli emittenti. Al gestore del portale è così imposta l'organizzazione di un meccanismo di affiancamento obbligatorio da parte di investitori professionali (59), tra cui fondazioni bancarie, incubatori di start-up innovative o clienti professionali su richiesta (60), che siano disposti a sottoscrivere almeno il cinque per cento dell'offerta (61): si assume infatti che l'investimento degli investitori non professionali sia sicuro solo se lo stesso riceva la fiducia anche degli investitori professionali. Il soddisfacimento di tale requisito si atteggia a condizione sospensiva ex lege della campagna, a tutela degli investitori non professionali (62).

Al gestore del portale, per altro profilo, è fatto obbligo di verificare che l'emittente abbia introdotto nel proprio statuto previsioni che assicurino l'exit ai futuri investitori, sotto forma di clausole di accodamento (tag-along) o di recesso per il caso in cui i soggetti detentori delle partecipazioni di controllo cedano le proprie partecipazioni a soggetti diversi da investitori professionali, fondazioni bancarie, incubatori di start-up innovative o da clienti professionali su richiesta (63). In questi casi, l'investitore che abbia aderito ad una campagna di crowdfunding nel presupposto di un certo progetto imprenditoriale assicurato dalla presenza di un socio di controllo, fautore del progetto, potrà smobilizzare l'investimento, accodandosi alla vendita effettuata da quest'ultimo oppure ottenendo dalla società la liquidazione delle partecipazioni sottoscritte.

Merita sottolineatura il riferimento legislativo alle clausole di accodamento (tag-along clauses), diffuse nella prassi come strumenti che realizzano per equivalente l'effetto di un obbligo legale di offerta di acquisto in caso di cambiamento del controllo (64). A differenza del recesso, infatti, la clausola di accodamento evita che l'emittente possa vedersi privato delle risorse raccolte attraverso la campagna di crowdfunding, necessarie per il perseguimento del proprio obiettivo imprenditoriale.

Infine, l'art. 25 del regolamento CONSOB n. 18592, garantisce agli investitori anche un diritto di ripensamento, avendo questi la possibilità di recedere dall'investimento effettuato sul portale, nel caso in cui nel periodo compreso fra l'investimento e la chiusura dell'offerta, sopravvengano fatti nuovi o errori materiali atti a influenzare la decisione sull'investimento. La revoca dell'offerta può essere esercitata entro sette giorni dal momento in cui l'investitore viene a conoscenza di tali informazioni.

(58) Le informazioni che devono essere pubblicate dal gestore sono indicate agli artt. 15 e 16 del regolamento CONSOB n. 18592.

(59) Il Regolamento CONSOB n. 18592 definisce investitori

professionali «i clienti professionali privati di diritto e i clienti professionali privati su richiesta, individuati nell'Allegato 3, rispettivamente ai punti I e II, del Regolamento Consob in materia di intermediari, adottato con delibera n. 16190 del 29-10-2007 e successive modifiche, nonché i clienti professionali pubblici di diritto e i clienti professionali pubblici su richiesta individuati rispettivamente dagli articoli 2 e 3 del decreto ministeriale 11-11-2011, n. 236 emanato dal Ministero dell'economia e delle finanze».

(60) La categoria dei *clienti professionali su richiesta* – nota anche come «investitori a supporto dell'innovazione» secondo la terminologia utilizzata dall'art 24, 2° co., regolamento CONSOB n. 18592 – è stata introdotta a seguito delle modifiche apportate a tale regolamento nel 2016, al fine di attenuare l'eccessiva rigidità della previsione precedente che non contemplava la possibilità che questo 5% fosse sottoscritto da soggetti diversi dagli investitori professionali, rendendo, quindi, molto più bassa la probabilità che ogni singola campagna potesse essere conclusa con successo. In questa nuova categoria rientrano le persone fisiche con comprovata esperienza nel campo delle start-up e con determinati requisiti patrimoniali.

(61) Entrambe queste regole sono fissate dall'art. 24 regolamento CONSOB n. 18592.

(62) Parte della dottrina è molto critica in proposito, ritenendo questa condizione sospensiva come atto di «cieco paternalismo» che potrebbe indurre a «comportamenti irrazionalmente emulativi tra gli investitori non professionali, i quali, anziché basarsi sulle informazioni ricevute, potrebbero preferire l'osservazione delle scelte dei soggetti qualificati». In questi termini, LAUDONIO, *La folla*, cit., 416 s.

(63) In merito alla protezione del «contraente debole», si v. VITALI, *Equity crowdfunding*, cit., 371.

(64) Sul punto, sia permesso rinvio, anche per gli opportuni riferimenti, a DE LUCA-FERRANTE, *Clausole di trascinalimento e accodamento (Tag- e Drag-Along)*, in *Le società per azioni*, a cura di Abbadessa-Portale, Milano, 2016, 683 ss., spec. 696 s.

11. (Segue). *Le modalità di sottoscrizione della partecipazione e la successiva circolazione delle quote sottoscritte*

Le riforme alla disciplina sull'equity crowdfunding intervenute nel 2016 hanno avuto l'obiettivo di far in modo che tutte le procedure collegate all'investimento e al successivo smobilizzo potessero essere svolte direttamente online. In precedenza, infatti, vi erano almeno due ostacoli che trattenevano offline la procedura: (i) la compilazione del questionario sulla valutazione di adeguatezza dell'investimento (c.d. questionario MiFID); e (ii) la presenza del notaio per il successivo trasferimento di azioni o quote di s.r.l. sottoscritte tramite equity crowdfunding.

Da una parte, l'investitore era obbligato, al superamento di determinate soglie (65), a recarsi presso l'intermediario incaricato del collocamento per effettuare la verifica di appropriatezza dell'investimento, procedendo alla compilazione del questionario MiFID. Questo limite è stato superato (66) affidando direttamente al gestore del portale la possibilità di svolgere tale valutazione, sottoponendo all'investitore il questionario MiFID sulla stessa piattaforma, di modo che lo stesso possa essere compilato nell'ambito della procedura di investimento e senza la neces-

sità di recarsi presso l'intermediario responsabile del collocamento (67).

Dall'altra parte, va ricordato che, prima delle modifiche introdotte nel 2016, la circolazione delle partecipazioni sottoscritte tramite equity crowdfunding sottostava esclusivamente alle regole comuni: se, da un lato, per far circolare le azioni dell'emittente era sufficiente che l'alienante procedesse alla girata del titolo, purché datata, piena e autenticata da notaio o da altro soggetto autorizzato, nel caso in cui si trattasse di partecipazioni di s.r.l., era necessaria la redazione di una scrittura privata autenticata, di un atto pubblico o di un atto formato con firma digitale alla presenza di entrambe le parti.

Considerando che la sottoscrizione di partecipazioni in un'operazione di crowdfunding può essere di importo assai modesto, il legislatore, per evitare che i costi troppo elevati connessi alla realizzazione del successivo atto di vendita, potessero scoraggiare la raccolta, ha ritenuto opportuno prevedere una deroga alla disciplina generale in materia di trasferimento delle partecipazioni, idonea a fondare un *sistema alternativo di rappresentazione e circolazione*: questo sistema si avvicina alla rappresentazione e circolazione delle azioni dematerializzate mediante accentrato, pur distinguendosi sotto vari profili (68).

In alternativa alla disciplina generale (art. 2470, 2° co., c.c.; art. 36, co. 1 bis, d.l. n. 112/2008), per la sottoscrizione o l'acquisto e per la successiva alienazione di quote rappresentative del capitale di start-up e di PMI (allo stato ancora solo innovative) costituite in forma di società a responsabilità limitata (art. 100 ter, co. 2 bis, t.u.f.):

a) la sottoscrizione o l'acquisto possono essere effettuati per il tramite di intermediari abilitati (banche e SIM) i quali effettuano la sottoscrizione o l'acquisto delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori o degli acquirenti che abbiano aderito all'offerta tramite portale;

b) entro i trenta giorni successivi alla chiusura dell'offerta, gli intermediari abilitati comunicano al registro delle imprese la loro titolarità di soci per conto di terzi, sopportando il relativo costo, ma al contempo rilasciando, su richiesta del sottoscrittore o dell'acquirente, un attestato nominativo comprovante la titolarità delle quote, avente natura di puro titolo di legittimazione per l'esercizio dei diritti sociali, non trasferibile, neppure in via temporanea né a qualsiasi titolo, a terzi e non costituente valido strumento per il trasferimento della proprietà delle quote;

c) i sottoscrittori e gli acquirenti hanno la facoltà di richiedere, in ogni momento, l'intestazione diretta a se stessi delle quote di loro pertinenza; in mancanza, la successiva alienazione delle quote da parte di un sottoscrittore o acquirente avviene mediante semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti

dall'intermediario, senza costi od oneri né per l'acquirente né per l'alienante; la successiva certificazione effettuata dall'intermediario, ai fini dell'esercizio dei diritti sociali, sostituisce ed esaurisce le formalità previste dal codice civile (69).

Infine, considerando che lo status di start-up innovativa è temporaneo, è anche previsto che, decorsi due anni dalla perdita della qualifica, gli intermediari provvedano ad intestare le quote detenute per conto dei sottoscrittori e degli acquirenti direttamente agli stessi, mediante comunicazione dell'elenco dei titolari delle partecipazioni al registro delle imprese (art. 100 ter, co. 2 quinquies, t.u.f.).

NICOLA DE LUCA
SALVATORE LUCIANO FURNARI
ANDREA GENTILE

(65) Per gli investitori-persone fisiche, le soglie sono, rispettivamente, 500 euro per singolo investimento e 1.000 euro sull'investimento annuale, mentre ove l'investitore fosse una persona giuridica, le soglie ammonterebbero a 5.000 euro e 10.000 euro.

(66) La nuova disciplina, contenuta nell'art. 13, co. 5 bis, regolamento CONSOB n. 18592, è stata introdotta con la delibera CONSOB 24-2-2016, n. 19520.

(67) La verifica di appropriatezza non costituisce obbligo, bensì facoltà per il gestore del portale. Ove il gestore non effettuasse direttamente la verifica di appropriatezza dell'investimento, questa dovrà essere svolta secondo le regole ordinarie da parte degli intermediari o dalle banche che ricevono gli ordini di sottoscrizione. L'investitore può tuttavia rilasciare una dichiarazione di non aver superato le soglie rilevanti.

(68) Al riguardo, sia permesso rinvio a DE LUCA, *Crowdfunding*, cit., 7 ss.

(69) Tuttavia, la circolazione così realizzata non è in grado di assicurare la protezione del terzo in buona fede in caso di plurime alienazioni, da una parte perché il nome di questo non viene iscritto nel registro delle imprese (art. 2470, 3° co., c.c.), dall'altra perché il regime alternativo di rappresentazione delle quote non attrae la disciplina degli strumenti finanziari dematerializzati e le relative cautele (artt. 83 quinquies-83 septies t.u.f.): sul punto, v. DE LUCA, *Crowdfunding*, cit., 8 s.

del processo tributario, Torino, 2016; TESAURO, *Manuale del processo tributario*, Torino, 2016.

Legislazione: d.p.r. 29-9-1973, n. 602 (disposizioni sulla riscossione delle imposte sul reddito); l. 7-8-1990, n. 241 (nuove norme in materia di procedimento amministrativo e di diritto di accesso ai documenti amministrativi); d.lg. 31-12-1992, n. 546 (disposizioni sul processo tributario in attuazione della delega al Governo contenuta nell'art. 30 della legge 30 dicembre 1991, n. 413); d.lg. 26-2-1999, n. 46 (riordino della disciplina della riscossione mediante ruolo, a norma dell'articolo 1 della legge 28-9-1998, n. 337); l. 2-12-2005, n. 248 (conversione in legge, con modificazioni, del d.l. 30-9-2005, n. 203, recante misure di contrasto all'evasione fiscale e disposizioni urgenti in materia tributaria e finanziaria); l. 1-12-2016, n. 225 (conversione in legge, con modificazioni, del d.l. 22-10-2016, n. 193, recante disposizioni urgenti in materia fiscale e per il finanziamento di esigenze indifferibili).

Sommario: 1. Premessa. – 2. La natura amministrativa dell'esecuzione forzata tributaria. – 3. (*Segue*). La "debolezza" degli argomenti a sostegno della natura giurisdizionale di essa. – 4. Il regime degli atti: linee generali. – 5. I principali provvedimenti dell'agente della riscossione: il pignoramento e l'ordine di vendita. – 6. (*Segue*). La surroga. – 7. Discrezionalità amministrativa e possibilità di accordi. – 8. La tutela avverso gli atti dell'agente della riscossione.

1. Premessa.

L'esecuzione forzata tributaria, nota anche come esecuzione forzata esattoriale, rappresenta la fase finale dell'attività di riscossione (per la quale si rimanda alla voce → RISCOSSIONE DELLE IMPOSTE E DELLE SANZIONI PECUNIARIE (AGGIORNAMENTO) di questo volume), ricorrendosi ad essa ogni qualvolta il contribuente inadempiente persista nell'inadempimento, nonostante intimazioni di pagamento, solleciti vari, misure cautelari (1).

Benché diversi siano i procedimenti percorribili dall'agente della riscossione, l'esecuzione forzata tributaria è una fase alquanto omogenea, che consiste nell'apprensione del patrimonio del contribuente, nella sua monetizzazione attraverso la vendita dei beni espropriati (ove non si tratti di denaro) e nella successiva distribuzione del ricavato in eventuale concorso con altri creditori ovvero nella minoritaria soddisfazione alternativa della pretesa pubblica, data dall'assegnazione allo Stato dell'immobile pignorato che non si è potuto vendere (2).

Le norme principali sono contenute essenzialmente nel d.p.r. n. 602/1973, e segnatamente nel titolo II, capo II, di esso. Tuttavia, l'art. 49, 2° co., d.p.r. n. 602/1973 dispone che: «Il procedimento di espropriazione forzata è regolato dalle norme ordinarie applicabili in rapporto al bene oggetto di esecuzione, in quanto non derogate dalle disposizioni del presente capo e con esso compatibili; gli atti relativi a tale procedimento sono notificati con le modalità previste dall'articolo 26». Sicché l'interprete è chiamato ad una non facile opera di ricostruzione della complessiva disciplina di riferimento (3), che ha creato e crea non pochi problemi anche per i difetti di coordinamento legislativo (4).

Di tale disciplina si vogliono analizzare le linee prin-

Esecuzione forzata tributaria

Bibliografia: ALLORIO, *Diritto processuale tributario*, Milano, 1969; ARIETA-DE SANTIS, *L'esecuzione forzata. Trattato di diritto processuale civile*, III, 3, Padova, 2007; ARIETA-DE SANTIS-DIDONE (a cura di), *Codice commentato delle esecuzioni civili*, Milano, 2016; BENVENUTI, «Autotutela (dir. amm.)», in *Enc. dir.*, IV, Milano, 1959, 537 ss.; CASSESE, *L'esecuzione forzata*, DPrA, 1991, 173 ss.; CONSOLOGLENDI (a cura di), *Commentario breve alle leggi sul processo tributario*, Padova, 2012; FALCON, «Esecutorietà ed esecuzione amministrativa», in *Digesto/pubbl.*, VI, Torino, 1991, 140 ss.; GIORGETTI, *Profili dell'esecuzione forzata tributaria*, DPT, 2006, I, 777 ss.; GLENDI, *Natura giuridica dell'esecuzione forzata tributaria*, DPT, 1992, I, 2240 ss.; GUIDARA, *Indisponibilità del tributo e accordi in fase di riscossione*, Milano, 2010; LA ROSA, *La tutela del contribuente nella fase della riscossione*, RT, 2001, 1178 ss.; MICHELI, *Note esegetiche in tema di esecuzione esattoriale*, RDF, 1958, I, 202 ss.; ODOARDI, *Il processo esecutivo tributario*, Roma, 2012; Id., «Esecuzione forzata tributaria», in *Diritto on line*, Enciclopedia Treccani, www.treccani.it, 2014; S. ROMANO, «Esazione delle imposte dirette», in *Enc. giur.*, V, II, Roma, 1906, 578 ss.; SOLDI, *Manuale dell'esecuzione forzata*, Milano, 2016; TESAURO (a cura di), *Codice commentato*