

CAPITOLO IX

IL CROWDFUNDING

di Nicola De Luca, Salvatore Luciano Furnari e Andrea Gentile (*)

Sommario: 1. Il *crowdfunding*: inquadramento del fenomeno ed esigenze di regolazione. — 2. Profili comparatistici. — 3. La progettata disciplina europea. — 4. Disciplina del *crowdfunding* in Italia: gli emittenti. — 5. I portali e i gestori di portali per la raccolta di capitali. — 6. I destinatari dell'offerta. — 7. Le modalità di sottoscrizione della partecipazione e la successiva circolazione delle quote sottoscritte.

1. Il *crowdfunding*: inquadramento del fenomeno ed esigenze di regolazione.

Benché così noto solo in tempi recenti, il *crowdfunding* 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 permettono ai promotori delle varie campagne di raccolta 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 raccolta che si annoverano come *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,

(*) Nicola de Luca è professore associato di diritto commerciale, Università della Campania Vanvitelli e Luiss Guido Carli; Salvatore Luciano Furnari è dottorando di ricerca, Università di Roma Tor Vergata; Andrea Gentile è titolare di un contributo di ricerca, Luiss Guido Carli. Lo scritto trae spunto da ed elabora la voce a cura dei medesimi autori dedicata all'*Equity Crowdfunding* [aggiornamento-2017], in *Digesto comm.*, Torino, 2017, 159. Sebbene tutto il lavoro sia frutto di riflessioni comuni, i §§ 1 e 2 sono attribuiti a tutti gli autori congiuntamente; i §§ 4 e 5 sono attribuiti a Salvatore Luciano Furnari; i §§ 3 e 6 sono attribuiti a Andrea Gentile; il § 7 è attribuito a Nicola de Luca.

sebbene su vasta scala. Ogni partecipante trae appagamento dalla consapevolezza di aver partecipato ad una campagna moralmente commendevole e, al più, attende un segno di gratitudine dai destinatari della sua generosità. È sotto quest'ultimo profilo che si distingue il *reward crowdfunding* (2), 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 (3): 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 sviluppatesi 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 (4); e l'*equity crowdfunding* (5) ove oggetto della

(2) E v., per la distinzione, PIATTELLI, *Il Crowdfunding in Italia*, Torino, 2013, 10 s.; SICCARDI e VITALI, *Crowdfunding e personal fundraising: la nuova frontiera del dono*, Roma, 2018, 35 s.; CARATOZZOLO, *L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese: l'equity crowdfunding*, in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di Paracampo, Torino, 2017, 149 ss.; PAVAN, *Il crowdfunding: cambia il tradizionale sistema del « fare impresa »*, Assago-Padova, 2018, 33 ss.; DE STASIO, *Il crowdfunding*, in *Il testo unico finanziario*, a cura di Cera e Presti, Bologna, 2020, 2325 ss.

(3) 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.

(4) 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.

(5) 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-OHMER, *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.

Sull'*equity crowdfunding*, più di recente, v. MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la*

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 del 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 (6), il promotore potrà testare la validità del proprio modello di business sulla base del risultato della raccolta stessa (7), mentre gli

prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?, in *Riv. dir. banc.*, 2018, vol. I; QUARANTA, *Equity crowdfunding. Uno sguardo al mercato italiano*, in *Dir. ed economia impr.*, 2018, 790; ACCETTELLA-CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 237; PIGNOTTI, *La nuova disciplina italiana dell'equity based crowdfunding*, in *Riv. dir. impresa*, 2016, 559; MACCHI, *Corporate law and economics of equity crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 555; LUCANTONI, *La raccolta di capitali tramite portale. L'equity crowdfunding*, in E. CORAPI-R. LENER, *I diversi settori del fintech*, Padova, 2019, 129 ss.; LAMANDINI-RAMOS MUÑOS, *La disciplina dell'equity crowdfunding nella prospettiva dell'emittente e del diritto societario: verso il sub-tipo emittente digitale?*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, a cura di FINOCCHIARO-FALCE, Bologna, 2019, 255 ss.; V. DE STASIO, *Il crowdfunding*, cit., 2325 ss.

(6) 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.

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

investitori apporteranno un contributo al progetto sviluppato dall'impresa (8), con la prospettiva di un ritorno economico superiore a quello di un investimento tradizionale (9).

I vantaggi che connotano il ricorso al crowdfunding sono evidentemente controbilanciati dai maggiori rischi connessi all'utilizzo di questo strumento: rischi di frode (10) — o comunque di asimmetria informativa —, di insuccesso delle campagne e di illiquidità dell'investimento (11).

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 (12). 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 (13).

(8) 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.

(9) 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.

(10) Secondo FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le Pmi: mercati alternativi, crowdfunding e mercati private*, in *Analisi giur. dell'economia*, 2013, 203, ivi 215, il rischio di frode aumenterebbe proprio in virtù dei bassi costi correlati all'utilizzo di questo strumento.

(11) In merito, PASSADOR, *Crowdfunding: tra profili di adeguatezza ed appropriatezza e profili di applicabilità all'aumento di capital*, *BIS*, 2015, 287, ivi 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.

(12) 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.

(13) 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.

Dato il carattere sperimentale delle iniziative ed il contenuto innovativo dei progetti, significativo è il rischio di fallimento degli emittenti (14); anche in caso di successo della campagna, notevole è altresì il rischio di illiquidità dell'investimento, per l'assenza di mercati secondari delle partecipazioni (15). È frequente perciò la previsione di meccanismi di exit a carico della società (16), 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 (17).

2. Profili comparatistici.

Prima di soffermarci sulla disciplina italiana del 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 feno-

(14) *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.

(15) Secondo quanto riportato da MACCHIAVIELLO, *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, ivi 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.

(16) 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.

(17) 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.

meno 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 quantitativa 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 (la progettata disciplina europea sarà discussa al prossimo paragrafo), le stesse si sono mosse secondo due direttrici convergenti: *da una parte*, affermare o confermare l'esenzione degli emittenti che ricorrono al 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.

Anche a ragione della precoce affermazione del crowdfunding sul mercato, gli Stati Uniti, con il cosiddetto JOBS Act del 2012 (18), 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 al 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

(18) Questo atto, denominato "Jumpstart Our Business Startups Act", è divenuto legge il 5 aprile 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. V. ora per tutti, REINERS, *Fintech regulation in the United States*, in *Diritto del FinTech*, a cura di Cian-Sandei, Padova, 2020, spec. 661 ss.

mesi, la possibilità di raccogliere risorse da investitori non professionali non possa eccedere la somma di un milione e settantamila dollari (19), 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 crowdfunding (funding portal) come un intermediario (20) 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 (21). 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 del 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 (22). 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

(19) Soglia precedentemente fissata a un milione di dollari e poi innalzata per tenere conto dell'inflazione.

(20) 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).

(21) Sec. 304 JOBS Act, in materia di funding portal regulation.

(22) Per gli investitori il cui reddito netto annuo è inferiore ai centosettemila dollari, il limite di investimento è pari al valore più alto fra il 5% di tale somma e duemiladuecento dollari. Al di sopra della soglia di centosettemila dollari annui, il limite passa al 10%, conformemente allo U.S. Code: 15 U.S.C.A. § 77d(a)(6)(A-B).

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.

Sulla sponda europea dell'oceano, anche per l'affinità culturale con gli Stati Uniti, è dato di fatto che il Regno Unito rappresenti il paese in cui il crowdfunding si è sviluppato maggiormente (23).

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 e di affiancare a questa semplicemente una serie di obblighi di condotta a carico delle piattaforme (24). 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 e ai regolamenti dell'Unione Europea: e cioè la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (25) e il regolamento 2017/1129/UE, noto come regolamento prospetto (26).

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 *crowdfunding*, indirizzate ad un

(23) Basti menzionare che le campagne di crowdfunding nel Regno Unito hanno raccolto investimenti per 333 milioni di sterline solo nel 2017, con una crescita esponenziale del 22%, rispetto all'anno precedente. Il totale raccolto tramite equity crowdfunding nel Regno Unito tra il 2012 e il 2015 ha raggiunto un totale di 967,6 milioni di sterline. Sul punto v. ZHANG-ZIEGLER-MAMMADOVA-JOHANSON-GRAY-YEROLEMOU, *The 5th UK Alternative Finance Industry Report*, University of Cambridge - Centre for Alternative Finance, Cambridge, 2018, 41.

(24) DE STASIO, *Il crowdfunding*, cit., 2368.

(25) Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 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.

(26) Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio.

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 (27).

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 del regolamento 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 otto milioni di sterline e diretta a non più di centocinquanta investitori non professionali (28).

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 (29). Conseguentemente, vincolate al rispetto del codice di etica e condotta della FCA, sono le piattaforme ad assumere il compito di garantire la sicurezza e trasparenza delle operazioni su strumenti finanziari e sugli investimenti realizzati attraverso campagne di crowdfunding (30).

Similmente alla disciplina d'Oltreoceano, un'ulteriore cautela prevista a garanzia degli investitori è rappresentata dall'imposizione di un limite alle somme che quelli non professionali possono investire in operazioni di 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 (31).

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

(27) Sec. 755 Companies Act 2006.

(28) V. ora, per tutti, BASU-OMOTUBORA, *Fintech regulation in UK*, in *Diritto del Fintech*, cit., 509 ss.

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

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

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

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.

Nell'Europa continentale — e tra gli Stati membri appartenenti all'Unione Europea — meritano menzione, quanto meno, le legislazioni di tre paesi: la Francia, la Germania, e l'Italia.

In Francia, una disciplina del crowdfunding (financement participatif) è stata emanata solo nel maggio del 2014 (32). 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 campagna di 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.

La particolarità del sistema francese risiede nella dettagliata regolamentazione delle piattaforme di crowdfunding (33). Queste devono, infatti, costituirsi in forma di CIP (Conseillers en Investissements Participatifs), specificamente previsti per la raccolta mediante crowdfunding (34). 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. Se inizialmente questi intermediari hanno avuto limitazioni operative, potendo negoziare solo partecipazioni societarie ordinarie e obbligazioni ad interesse fisso, nel 2016 la normativa francese è stata rivista così da permettere l'offerta anche di azioni a voto privilegiato, obbligazioni convertibili e c.d. mini-bond (35). Agli stessi intermediari è anche vietato di rendersi sottoscrittori o, comunque, acquirenti di partecipazioni di società emittenti di titoli la cui sottoscrizione promuovono direttamente. Per tutelare maggiormente gli

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

(33) V. ora, per tutti, BARRIÈRE, *Fintech regulation in France*, in *Diritto del Fintech*, cit., 491 ss., spec. 500.

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

(35) CICCHIELLO, *Harmonizing the crowdfunding regulation in Europe: need, challenges, and Risks*, in *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 2019, 17

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 (36).

La più tarda delle legislazioni europee in materia di 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 (37). 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 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 impatto 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 (38). 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 (39) determinati annunci di società emittenti che utilizzino pratiche pubblicitarie reputate non conformi a legge e potenzialmente pericolose.

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

(37) V. ora, per tutti, MÖSLEIN-RENNIG, *Fintech regulation in Germany*, in *Diritto del Fintech*, cit., 471 ss., spec. 479 ss.

(38) 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.

(39) § 16 (1) Wertpapierhandelsgesetz.

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 venticinquemila euro, se il soggetto è in grado di fornire prova di stabilità finanziaria, sotto forma di reddito o patrimonio (§ 2a (1-2) Kleinanlegerschutzgesetz).

Diversamente da altre legislazioni, la legislazione tedesca non impone alcuna restrizione alla rivendita delle partecipazioni sottoscritte tramite crowdfunding (40).

In fine, ma non per ultima, va fatta menzione della regolamentazione italiana. L'Italia è stata invero il primo paese europeo ad emanare una disciplina del fenomeno del crowdfunding (41). 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 del crowdfunding venne inserita in un'apposita sezione del d.l. 18 ottobre 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 gennaio 2015, n. 3, nonché dalla l. 11 dicembre 2016, n. 232 (c.d. legge di Bilancio 2017) e da ultimo dal d.l. 24 aprile 2017, n. 50 (convertito in l. 21 giugno 2017, n. 96): queste ultime innovazioni, in particolare, hanno avuto l'obiettivo di ampliare il

(40) Gli effetti di tale agile regolamentazione sono analizzati da KLÖHN-HORNUF-SCHILLING, *The regulation of crowdfunding in the German small investor protection act. Content, consequences, critique, suggestions*, RDS, 2015, 767.

(41) Ricorda MOSCO, *La nuova regolamentazione dell'equity crowdfunding*, in MOSCO (a cura di), *Aspetti giuridici del crowdfunding*, Crowdfuture, Roma, 2013, 6, che la disciplina italiana è stata la prima ad essere diventata "operativa" a livello mondiale.

novero dei soggetti che possono fare ricorso al crowdfunding (42). Prima di entrare nel dettaglio della disciplina italiana è peraltro opportuno segnalare i progetti europei di armonizzazione del fenomeno che, tuttavia, allo stato non hanno ancora dato corso all'emanazione di un testo normativo vincolante (sia esso solo per gli Stati membri, o ad effetto diretto anche per i destinatari finali).

3. La progettata disciplina europea.

Stanti le notevoli divergenze e la disomogeneità tra gli ordinamenti degli Stati Membri sulla disciplina del crowdfunding, la Commissione Europea ha sin da molto tempo identificato come auspicabile l'armonizzazione delle varie normative nazionali nell'ottica del raggiungimento di uno dei principali obiettivi dell'Unione Europea: la creazione di un mercato unico di capitali (43).

Lo spunto per l'intervento eurolunitario può farsi risalire ad un documento dell'ESMA del 2015, costituente una risposta aperta al Green Paper sulla Capital Market Union (CMU) (44); l'autorità europea di vigilanza sui mercati palesava infatti la necessità di un solerte intervento normativo da parte della Commissione Europea al fine di creare un impianto regolamentato per armonizzare le leggi già esistenti nei singoli ordinamenti nazionali (45). Anche il Parlamento Europeo si esprimeva sul punto in una risoluzione del gennaio 2016, in cui veniva sottolineata la necessità di promuovere un'economia più dinamica per le aziende innovative, che consentisse un agevole accesso al credito; nello specifico, si invitava la Commissione Europea ad intervenire sul carattere transfrontaliero della disciplina del crowdfun-

(42) 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).

(43) Quello per la creazione della Capital Market Union (CMU) è un piano che trae le sue origini dalla fondazione dell'Unione Europea: poste le basi negli artt. 63 ss. TFUE, la sua realizzazione ha preso le mosse con il "Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali" della Commissione Europea del 2015 (COM/2015/0468). Gli sviluppi più recenti risalgono al Marzo 2019, mese in cui la Commissione Europea ha pubblicato una comunicazione dal titolo "Unione dei mercati dei capitali: progressi nella creazione del mercato unico dei capitali per un'Unione economica e monetaria forte".

(44) GREEN PAPER Building a Capital Markets Union - COM/2015/063.

(45) ESMA Investment-based crowdfunding Insights from regulators in the EU - 13 May 2015 | ESMA/2015/856 Ann 1.

ding per garantire alle start-up e PMI un accesso al finanziamento che potesse essere versatile, agile e soprattutto transnazionale (46).

Nel marzo 2018 la Commissione Europea si determinava quindi a pubblicare una proposta di Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese: un progetto di normativa *ad hoc* per il settore, il cui scopo dichiarato è quello di consentire operazioni finanziarie *cross-border* mediante l'istituzione di un passaporto unico europeo per le piattaforme di crowdfunding (sia *equity-based* che *lending-based*) ampliando le opportunità di finanziamento per le giovani imprese, le PMI e le start-up nel mercato dell'Unione Europea (47).

Il progettato regolamento si applicherebbe ai fornitori di servizi di crowdfunding ed aventi ad oggetto l'abbinamento tra l'interesse a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite piattaforme di crowdfunding che assume una delle seguenti forme: (i) agevolazione della concessione di prestiti; (ii) collocamento senza impegno irrevocabile di valori mobiliari emessi da titolari di progetti e (iii) ricezione e trasmissione degli ordini di clienti relativi a tali valori mobiliari (48).

Come già accennato, i soggetti destinatari di tale proposta di regolamento sono i gestori delle piattaforme di crowdfunding basate sull'investimento di rischio e sul prestito, ovvero le sole che consentano lo sviluppo del c.d. crowdinvesting (e cioè operazioni finanziarie con prospettiva di ritorno economico sull'investimento), con l'esclusione dunque degli operatori dei modelli classici, come il *reward-based* e *donation-based* crowdfunding, poiché non conferenti con gli obiettivi preposti. Restano esclusi dall'ambito applicativo anche i fornitori di servizi di crowdfunding ai consumatori, qualificabili come prestiti al consumo.

L'obiettivo pratico di tale proposta è quello di riunire le attività di crowdfunding e crowdlending sotto un'unica disciplina, che consenta la nascita di un mercato europeo del crowdinvesting (49).

L'autorizzazione alla prestazione dei servizi di crowdfunding — per come intesi ai sensi della proposta — potrà essere richiesta da persone giuridiche con sede effettiva e stabile in uno stato dell'Unione,

(46) Risoluzione del Parlamento europeo del 19 gennaio 2016 sul tema « Verso un atto sul mercato unico digitale » (2015/2147(INI)) OJ C 11, 12.1.2018, 55-78.

(47) <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/IT/COM-2018-113-F1-IT-MAINPART-1.PDF>; cfr. EREDE, *Il FinTech in Europa: la Commissione presenta il « Piano d'azione per le tecnologie finanziarie » e una proposta di regolamento sulla prestazione di « servizi di crowdfunding per le imprese »*, in *Riv. soc.*, 2018, 771 ss..

(48) Art. 3 proposta di Regolamento.

(49) Cfr. nota 46.

le quali opereranno secondo la disciplina del Regolamento sotto la vigilanza delle autorità nazionali (nella prima versione della proposta era l'ESMA ad avere pieni poteri di controllo, di indagine e sanzionatori).

La presentazione della domanda di autorizzazione dovrà essere sottoposta all'autorità di vigilanza e dovrà contenere — a pena di esclusione — tutti gli elementi indicati all'art. 10 del Regolamento, tra cui figurano: la stesura di un programma di attività che indichi le tipologie di servizi che si intendono offrire; l'inclusione di informazioni sulla governance, sui meccanismi di controllo interno e sui dispositivi di continuità operativa; la divulgazione dell'identità delle persone responsabili della gestione e la relativa prova del possesso dei requisiti di rispettabilità e delle conoscenze e l'esperienza necessarie alla gestione.

Resteranno fermi gli obblighi di condotta (50) demandati ai gestori delle piattaforme, come l'impegno a garantire una gestione efficace e prudente delle campagne, l'impegno a promuovere l'integrità del mercato e gli interessi dei clienti, e quello ad assicurare la separazione delle funzioni, la continuità operativa nonché la prevenzione, gestione e comunicazione dei conflitti di interesse.

Verranno altresì confermate le precedenti disposizioni poste a tutela degli investitori (51) come gli obblighi informativi a carico dei gestori delle piattaforme, le garanzie di divulgazione da parte degli emittenti di tutte le informazioni rilevanti per un investimento consapevole, nonché i test di valutazione delle conoscenze di base dei futuri investitori e le simulazioni sulla relativa capacità di sostenere le perdite.

Da ultimo, è opportuno segnalare che in data 27 marzo 2019 il Parlamento Europeo ha emanato una risoluzione legislativa volta ad integrare e modificare la proposta di Regolamento appena descritta. I principali contenuti di tale provvedimento sono relativi al potenziamento degli obblighi di condotta in capo ai gestori delle piattaforme e delle disposizioni a tutela degli investitori, nonché al passaggio di consegne tra l'ESMA e le autorità nazionali dei singoli Stati membri, che, come già accennato, assumeranno i compiti precedentemente spettanti all'ente europeo (52).

(50) Artt. 4-8 proposta di Regolamento.

(51) Artt. 14 ss. proposta di Regolamento.

(52) Risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 27 marzo 2019 sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)).

4. Disciplina del *crowdfunding* in Italia: gli emittenti.

La strumentalità del 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 (53). Si deve aggiungere che la qualifica di start-up innovativa può essere assunta solo da nuove società di capitali o cooperative (54): 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 (55), a condizione che la stessa non distribuisca, né abbia mai distribuito utili, e che

(53) L'art. 25, comma 2, lett. b), d.l. n. 179 del 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.

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

(55) Per le società già costituite al momento dell'entrata in vigore del decreto, in possesso dei requisiti di legge, si applica l'art. 25, comma 3, d.l. n. 179 del 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 ».

il proprio fatturato non abbia superato nell'ultimo biennio i cinque milioni di Euro (56).

A qualche anno di distanza dalla entrata in vigore dell'appena menzionato decreto Crescita 2.0, il d.l. n. 3 del 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 (57) 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 (58), 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 (59).

(56) In generale, sui profili societari delle *start-up* innovative, v. MALTONI-SPADA, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *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.; ID., *Società start-up innovative e pmi innovative*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 969; GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, *BBTC*, 2014, I, 699; PIATTELLI, *Il Crowdfunding*, cit., 63 s.; LICINI, *Un preoccupante disinteresse: lo statuto standard di start-up innovativa*, in *Notariato*, 2016, 105; GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 549; FERRI jr. e STELLA RICHTER jr., *Decreto del ministro dello sviluppo economico del 17 febbraio 2016, start-up innovative e diritto delle società: un parere*, in *Riv. not.*, 2016, 609; FREGONARA, *Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle società a responsabilità limitata innovative « chiuse »*, in *Banca, borsa ecc.*, 2017, I, 589; SPERANZIN, *Piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, 2018, 335; CORSO, *S.r.l.-pmi aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, in *Banca, borsa ecc.*, 2019, I, 877.

(57) Il d.l. n. 3 del 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.

(58) A norma dell'art. 4, comma 1, lett. e), d.l. n. 3 del 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.

(59) 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.

Misure legislative successive hanno permesso il ricorso al crowdfunding anche alle imprese che supportano il turismo tramite software o altre tecnologie (60), nonché agli organismi di investimento collettivo del risparmio e alle società di capitali che investono prevalentemente in start-up e PMI innovative (61).

L'entrata in vigore della Legge di bilancio 2017 (62) ha poi esteso la possibilità di utilizzare il crowdfunding a tutte le PMI (così come definite a livello europeo (63)), anche se prive del connotato dell'innovatività, nonché, come fatto anche in precedenza, anche a quei soggetti (organismi di investimento collettivo e società di capitali) che investono prevalentemente in PMI (64). 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 (65) — già

(60) A norma dell'art. 11-bis, d.l. 31 maggio 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 ».

(61) Previsione introdotta dalla delibera CONSOB del 24 febbraio 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, comma 2, lett. e ed f, d. Interm. 30 gennaio 2014.

(62) Art. 1, 70° co., l. n. 232 del 2016.

(63) Il riferimento è alla raccomandazione della Commissione Europea del 6 maggio 2003.

(64) CARATOZZOLO, *L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese*, in PARACAMPO (a cura di), *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, volume II, Torino, 2019, 151.

(65) Prima delle recenti modifiche operate dal d.l. 20 aprile 2017, n. 50, il sistema presentava qualche "sbavatura", impedendo alle PMI non innovative costituite in forma di s.r.l. di ricorrere al 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, comma 1, 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

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 (66). Considerando che la quasi totalità delle s.r.l. si qualifica PMI, la deroga appare sovvertire la regola (67), aprendo la via alle società a responsabilità limitata a struttura aperta e, addirittura, che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Da ultimo, il d.lgs. 3 luglio 2017 n. 112 (68) ha ricompreso anche le imprese sociali costituite in forma di società di capitali o società cooperative fra i soggetti cui è permesso il ricorso all'equity crowdfunding.

5. I portali e i gestori di portali per la raccolta di capitali.

L'emittente che intenda ricorrere al 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. (69). La disciplina dei portali è stata modificata da ultimo con la legge di bilancio 2019.

Per portale per la raccolta di capitali per le PMI e le imprese

finanziari. L'art. 57, comma 1, d.l. n. 50 del 2017, 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».

(66) Sulla portata dell'esenzione dal divieto, v. 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, ivi 6, nt. 10.

(67) 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. Ma sul punto v., in aggiunta ai più recenti contributi menzionati retro alla nota 55, soprattutto ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in RDS, 2019, 501; e DE STASIO, *Il crowdfunding*, cit., 2361 ss.

(68) Art. 18 d.lgs. n. 112 del 2017. Cfr. DE LUCA, *Tipi societari e impresa sociale: profili notarili*, in Riv. not., 2019, 449.

(69) 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. 21259 del 6.2.2020.

sociali (70) si intende una piattaforma online con la finalità esclusiva di facilitare la raccolta di capitali di rischio nonché di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito 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 (71). 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 (72). A differenza dei gestori di diritto, i gestori speciali non professionali non possono 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 (73); (iii) prevedere come oggetto sociale esclusivo la gestione del portale; (iv) stipulare un'assicurazione a copertura della responsabilità per i danni derivanti al cliente dall'esercizio dell'attività professionale (74) e, infine, (v)

(70) Si veda l'art. 1, co. 5-*novies*, t.u.f. Questa definizione è stata oggetto di modifica da ultimo ad opera della legge di Bilancio 2019, la quale ha aggiunto le parole « *nonché* [la finalità] della [facilitazione della] *raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese* ». Sul punto si v. soprattutto, ACCETTELLA-CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, cit., 237 ss.; CIOCCA, *I portali per il crowdfunding*, in *Diritto del FinTech*, cit., 243 ss.; nonché, DE STASIO, *Il crowdfunding*, cit., 2336 ss.

(71) La disciplina è contenuta nell'art. 50-*quinquies* t.u.f., introdotto dal d.l. n. 179/2012 e poi modificato da ultimo con d.lgs. n. 165/2019.

(72) 33 portali su 35 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 30.6.2019).

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

(74) Art. 7-*bis* del Regolamento CONSOB n. 18592 sui requisiti patrimoniali dei gestori.

dotarsi di organi di amministrazione, direzione e controllo in possesso dei requisiti di professionalità e onorabilità stabiliti dalla CONSOB (75). 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 regola in maniera particolareggiata anche il procedimento di offerta degli strumenti finanziari delle imprese che possono ricorrere al 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 (76). Nel complesso, gli strumenti oggetto di offerta non possono superare il valore complessivo di otto milioni di euro (77), 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 (78). Da ultimo, vale la pena sottolineare che la legge di bilancio 2019 ha ampliato la gamma di gli strumenti che possono essere oggetto di offerta al pubblico dal solo capitale di rischio ai titoli obbligazionari e strumenti finanziari di debito (79).

6. I destinatari dell'offerta.

La disciplina del 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

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

(76) Manca testo.

(77) 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 13.5.2020 n. 21359; la soglia è stata innalzata da cinque a otto milioni con deliberazione CONSOB 9.11.2018 n. 20686, nell'ambito del processo di adeguamento della normativa nazionale al "Regolamento Prospetto".

(78) Il Regolamento Prospetto ha anche previsto l'innalzamento da 100 mila euro a 1 milione di euro della soglia minima al di sotto della quale gli Stati membri non possono esigere la pubblicazione di un prospetto d'offerta. Al di sotto di tale soglia si prevede unicamente la possibilità per gli Stati membri di stabilire altri obblighi informativi che non costituiscano un prospetto informativo.

(79) Cfr. DE STASIO, *Il crowdfunding*, cit., 2370 ss., ove altri riferimenti.

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 del 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 (80).

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 (81), tra cui fondazioni bancarie, incubatori di start-up innovative o clienti professionali su richiesta (82), che siano disposti a sottoscrivere almeno il cinque per cento dell'offerta (83): 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 (84) *ex*

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

(81) 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. 20307 del 15-01-2018 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 ».

(82) La categoria dei *clienti professionali su richiesta* — nota anche come « investitori a supporto delle piccole e medie imprese » secondo la terminologia utilizzata dall'art 24, comma 2, 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.

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

(84) Di recente vi sono stati allargamenti del novero dei soggetti il cui investimento è idoneo a soddisfare la condizione dell'offerta, in proposito la letteratura ha espresso il dubbio se tale condizione sia da qualificare come sospensiva o risolutiva: cfr. FREGONARA, *Il crowdfunding o finanziamento della folla*, in GALGANO (opera ideata e

lege della campagna, a tutela degli investitori non professionali (85). È opportuno precisare che tale requisito non sussiste nel caso in cui le offerte abbiano ad oggetto obbligazioni, dal momento che la sottoscrizione è riservata *ex ante* a investitori professionali, fondazioni bancarie, incubatori certificati di start up innovative, investitori a supporto di piccole e medie imprese ma anche ad una ulteriore categoria di investitori non professionali, per così dire “intermedia” — rispetto a quelle previste dalla disciplina MiFID II (86).

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 (87). 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,

diretta da) *Le operazioni di finanziamento*, proseguita e curata da E. Panzarini, con A. Dolmetta e S. Patriarca, Bologna, 2016, 1593 s.; v. anche DENTAMARO, *Le offerte condotte esclusivamente sul portale e gli strumenti a diretta tutela dell'investimento non professionale*, in *Riv. dir. impr.*, 2017, 539 ss.

(85) 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 e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*, *DB*, 2014, I, 357, *ivi* 416 s.; e si veda anche VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, 399 il quale afferma che sull'efficacia di tale misura si possono nutrire fondati dubbi, posto che « non è in alcun modo previsto che i risultati di tale analisi siano comunicati agli investitori retail », i quali « rimangono ignari degli specifici (anche se eventuali) fattori di rischio connessi con l'investimento, né sono in grado di valutare criticamente gli esiti delle verifiche che hanno condotto gli investitori istituzionali a effettuare l'investimento »; similmente, PIATTELLI, *Il Crowdfunding*, cit., 88 « praticamente l'investimento rischia di equivalere al costo della *due diligence* [...] ».

(86) Ai sensi dell'art. 24, comma 2-*quater* regolamento CONSOB n. 18592: « a) investitori non professionali che hanno un valore del portafoglio di strumenti finanziari di cui al Testo Unico, inclusi i depositi di denaro, superiore a duecentocinquanta mila euro; b) investitori non professionali che si impegnano ad investire almeno centomila euro in un'offerta, nonché dichiarino per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare per l'impegno a investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto; c) investitori non professionali che effettuano l'investimento nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti ».

(87) In merito alla protezione del “contraente debole”, si v. VITALI, *Equity crowdfunding*, cit., 371.

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 (88). 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.

7. Le modalità di sottoscrizione della partecipazione e la successiva circolazione delle quote sottoscritte.

Le riforme alla disciplina sul *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 crowdfunding.

Da una parte, l'investitore era obbligato, al superamento di determinate soglie (89), a recarsi presso l'intermediario incaricato del collocamento per effettuare la verifica di appropriatezza dell'investimento, procedendo alla compilazione del questionario MiFID. Questo

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

(89) 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.

limite è stato superato (90) 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 necessità di recarsi presso l'intermediario responsabile del collocamento (91).

Dall'altra parte, va ricordato che, prima delle modifiche introdotte nel 2016, la circolazione delle partecipazioni sottoscritte tramite 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 accentramento, pur distinguendosi sotto vari profili (92).

In alternativa alla disciplina generale (artt. 2470, comma 2, c.c.; art. 36, comma 1-bis, d.l. n. 112/2008), per la sottoscrizione o l'acquisto e per la successiva alienazione di quote rappresentative del capitale di

(90) 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.

(91) 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.

(92) Per queste conclusioni v. DE LUCA, *Crowdfunding*, cit., 7 ss. In argomento, per conclusioni non del tutto coincidenti, v. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e la c.d. « dematerializzazione » delle quote di s.r.l.*, in *Osservatorio dir. civ. e comm.*, 2016, 563; CIAN, *L'instestazione intermediata delle quote di srl Pmi: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leggi civ.*, 2018, 1260 (il quale, in particolare, ritiene possibile l'inquadramento del sistema alternativo nella disciplina della dematerializzazione onde poterne colmare le lacune); per un panorama aggiornato, v. DE STASIO, *Il crowdfunding*, cit., 2373 ss.

start-up e di PMI (allo stato ancora solo innovative) costituite in forma di società a responsabilità limitata (art. 100-ter, comma 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 (93).

Nel 2017 (d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129) è stato precisato che l'ordine di sottoscrizione o di trasferimento non deve (necessariamente) rivestire forma scritta e che l'intermediario non è tenuto ad intestare le quote di partecipazione direttamente ai beneficiari in caso di perdita dello *status* che legittima il ricorso al sistema: al riguardo, sebbene il regime sia stato esteso a tutte le s.r.l. PMI è tuttavia indubbio che le

(93) 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.): in questo senso, DE LUCA, *Crowdfunding*, cit., 8 s.; CAPELLI, *L'equity based crowdfunding*, cit., 553 s.; nonché, CIAN, *L'intestazione intermediata delle quote*, cit., 1278; DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. pmi tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c. e tutela dell'investitore*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Scritti in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, 2020, 178; esprime invece perplessità, DE STASIO, *Il crowdfunding*, cit., 2379 s.

stesse possano cessare di essere tali, sicché, forse, la norma avrebbe dovuto essere conservata (94).

(94) Nel senso che la soppressione della norma dell'art. 100-ter, comma 2-*quinquies*, t.u.f. esprimerebbe la volontà del legislatore di consentire ai soci di continuare ad approfittare del regime intermedio, v. CIAN, *L'intestazione intermedia delle quote*, cit., 1279. Si può tuttavia osservare che, a seguito della perdita della qualifica di PMI, occorrerebbe quanto meno impedire a coloro che abbiano optato per il regime codicistico di transitare a quello intermedio, ponendosi altrimenti una ingiustificata disparità di trattamento tra soci di s.r.l. PMI che non abbia mai fatto ricorso al crowdfunding e s.r.l. ordinarie che non possono — chissà perchè, e resterà probabilmente un mistero: tenta una spiegazione originale ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, cit., a 523, evocando plasticamente la figura della clessidra — fare accesso al *crowdfunding*.

