



# CAMMINO DIRITTO

Rivista di informazione giuridica  
<https://rivista.camminodiritto.it>



## **EQUITY BASED CROWDFUNDING: LA FINANZA ALTERNATIVA AL SERVIZIO DEL TESSUTO IMPRENDITORIALE ITALIANO**

*Uno dei più importanti problemi degli ultimi anni per le PMI e start-up innovative italiane è rappresentato dal progressivo inaridimento delle risorse economiche a propria disposizione. Fra le diverse cause di questo fenomeno figura, certamente, la significativa diminuzione dei prestiti bancari alle aziende. Situazione, questa, che è andata aggravandosi nel corso dell'ultimo decennio e che sta contribuendo ad erodere il tessuto imprenditoriale italiano. Tra gli strumenti di cui sovente si parla come possibile, eventuale, risposta c'è senza dubbio l'Equity Based Crowdfunding, che risulta particolarmente "stimolante", in quanto a fronte del finanziamento dell'idea del socio imprenditore, l'investitore ottiene una quota, di importanza variabile nel capitale della società.*

**di Luca Lamanna**  
IUS/05 - DIRITTO DELL'ECONOMIA  
Articolo divulgativo - ISSN 2421-7123

Direttore responsabile  
**Alessio Giaquinto**

Publicato, Sabato 21 Maggio 2022



## Abstract ENG

*One of the most important issues of the recent years for the Italian SMEs (small and medium enterprises) and innovative start-ups, is the progressive dryness of the economic resources at their disposal. Among the various causes of this phenomenon is certainly the so-called 'credit crunch', i.e. the significant decrease in bank loans to the companies. This situation has worsened over the last decade and is helping to spoil the Italian entrepreneurial fabric. Crowdfunding is undoubtedly one of the most mentioned instruments as a possible answer; in particular, Equity Based Crowdfunding is particularly 'stimulating', since in exchange of financing the idea of the entrepreneur, the investor obtains a share of different importance in the company's capital.*

**Sommario:** 1. Introduzione; 2. Inquadramento del fenomeno, tra Finanza alternativa e FinTech; 3. Equity based crowdfunding, rischi o vantaggi?; 4. Il quadro normativo di riferimento; 5. La disciplina italiana, gli emittenti; 6. I portali e i gestori; 7. I destinatari dell'offerta, la vigilanza e le bacheche; 8. La circolazione delle quote sottoscritte.

## 1. Introduzione

Il Crowdfunding è apparso nel panorama italiano in un momento storico caratterizzato da un clima di forte innovazione. Il Decreto crescita 2.0 (D.L. 179/2012, conv. in L. n. 221/2012) si proponeva, infatti, 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”<sup>[1]</sup>.

In tale contesto, l’accesso al crowdfunding costituiva, originariamente, misura agevolativa a disposizione delle sole start-up innovative, figura giuridica introdotta per la prima volta proprio col succitato art. 25 del decreto Crescita 2.0. Con successivi interventi il legislatore ha, poi, stabilito di ampliare il novero delle persone giuridiche che possano aver accesso a tale strumento per finanziarsi, estendendo parte della normativa prima alle PMI innovative, poi, addirittura, a tutte le PMI costituite in forma di s.r.l.<sup>[2]</sup>.

## 2. Inquadramento del fenomeno, tra Finanza alternativa e FinTech

In una stagione nefasta come quella del 2020 le start-up innovative, nonché buona parte

delle PMI che popolano la penisola, hanno potuto usufruire del sostegno della c.d. “finanza alternativa”<sup>[3]</sup> dando luogo ad un giro d'affari pari a 2,7 miliardi di euro.

Gli strumenti supplementari messi in campo dagli investitori “alternativi” spaziano dai minibond, al crowdfunding, all’invoice direct, passando per il direct lending. Questo dimostra, a chiare lettere, una certa attitudine da parte delle realtà imprenditoriali italiane di approssimarsi a collettori diversi, ma complementari rispetto all’abituale canale di finanziamento bancario.

L'effetto Covid-19 ha innegabilmente contribuito in questo senso, in quanto ad una prima analisi dei dati dell'Osservatorio sulla Finanza Alternativa redatto dal Politecnico di Milano (luglio 2019/luglio 2020) si evince che “in termini di flussi, il palmares va all’invoice direct (cessione delle fatture per avere liquidità a breve termine). Nel complesso, solo nel periodo da luglio 2019 a giugno 2020, le risorse mobilitate dalla finanza alternativa alle PMI in Italia sono pari a circa 2,67 miliardi contro i 2,56 miliardi del periodo precedente, con una crescita ‘anno su anno’ pari al 4%”<sup>[4]</sup>.

La ragione di questo largo successo andrebbe ravvisata nella struttura della finanza italiana, considerevolmente bancocentrica, con le imprese in diretta dipendenza dagli istituti di credito e con un impulso secondario rispetto ad un modello di apertura del mercato dei capitali. Il ruolo di primaria importanza rivestito dalle banche in questi ultimi decenni ha mostrato, comunque, qualche incertezza a partire dal lontano 2008, anno della grande recessione e ancor di più oggi a causa della crisi pandemica da covid-19, coinvolgendo tanto la finanza quanto l’economia reale. In tale contesto aggiungiamo le stringenti regole sulla vigilanza bancaria nazionale ed europea, che conducono ad un efficiente controllo e monitoraggio dei rischi, le quali, raffigurano da alcuni anni, ormai, un’immagine delle banche algida e formale, dove le stesse intendono direzionare l’offerta di capitale esclusivamente verso controparti di eccellente affidabilità.

Tale rigore comporta, come intuibile, una maggiore cautela verso il rischio di credito, dando luogo ad una polarizzazione tra imprese “affidabili”, che seguiranno ad avere accesso al credito, e quelle “inaffidabili”, alle quali saranno chiuse le porte del finanziamento bancario. In questo scenario si aprono, allora, prospettive molto interessanti e concrete per "diverse soluzioni e canali di finanziamento da considerare come possibili opzioni e scelte di finanziamento complementari (più che alternativi in senso stretto) agli strumenti tradizionali bancari”<sup>[5]</sup>. In particolare, ruolo di fondamentale importanza è rivestito dalla finanza tecnologica, c.d. “FinTech”, ossia dall’erogazione di servizi finanziari mediante le più sofisticate tecnologie dell’informazione e della comunicazione (ICT).

Analizzando le più rappresentative forme di sostegno della finanza alternativa<sup>[6]</sup> troviamo, certamente, i c.d. Minibond, ossia l'appello al mercato mobiliare da parte delle PMI per il collocamento di titoli di debito, come obbligazioni e cambiali finanziarie, per un ammontare, comunque, non superiore ai 50 milioni di euro; l'Invoice trading, o meglio, la cessione di fatture commerciali attraverso portali internet; il Direct lending, ovvero la erogazione di credito ad opera di soggetti non bancari mediante prestiti di medio o lungo termine; le Initial Coin Offerings (ICOs), ovvero la raccolta di capitale mediante l'utilizzo della blockchain<sup>[7]</sup>. Per meglio intenderci, in tale ipotesi, la raccolta di capitale realizzata dall'imprenditore è contraddistinta dall'offerta di denaro in cambio di asset<sup>[8]</sup> crittografici di nuova emissione (crypto-asset o token). Un token è un "gettone elettronico" con un certo valore convenzionalmente stabilito e al tempo stesso un insieme di informazioni digitali all'interno di una blockchain, il quale attribuisce un diritto soggettivo, che permette al suo possessore di accedere a un servizio o di avere una quota nella società che si va a finanziare. Un token può contenere anche altri diritti addizionali, che vengono governati dal sistema dei c.d. smart contracts<sup>[9]</sup>.

Altri strumenti significativi sono, poi, il Private equity e, quindi, il Venture capital, attraverso i quali gli investitori professionali sottoscrivono capitale di rischio di imprese non quotate con il proposito di partecipare in modo rilevante alla crescita dell'azienda, al fine di ottenere una plusvalenza al momento della dismissione della partecipazione con il trasferimento a terzi o con la quotazione in borsa. Questo tipo di investitori, concludono, alle volte, accordi anche molto penetranti con gli imprenditori, i quali spesso ne sono soggiogati, al contrario di quanto avviene, invece, volendo fare un parallelismo, nell'equity crowdfunding, dove il potere contrattuale dei sottoscrittori è alquanto trascurabile. Altro elemento distintivo, che allontana il venture capital dall'equity crowdfunding risiede nel mezzo scelto per la raccolta del capitale, che nell'ultimo non può non essere una piattaforma on-line in cui confluiscono domanda e offerta.

Interessante è, dunque, l'accennato strumento del crowdfunding. Il termine crowdfunding indica il processo con cui più persone ("folla" o crowd) conferiscono somme di denaro (funding), anche di modesta entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti internet ("piattaforme" o "portali") e ricevendo, talvolta, in cambio una ricompensa<sup>[10]</sup>.

Il dispositivo in questione, dato il polimorfismo della sua natura, ha la capacità di assumere diverse vesti. Si parla, infatti di "Donation based", in quanto nell'attuale panorama del web è possibile ravvisare piattaforme sulle quali si può elargire denaro a titolo di donazione per caldeggiare determinate cause o iniziative senza ottenere vantaggio alcuno. Altra fattispecie è quella del "Reward based" con cui, al contrario, si ottiene una ricompensa o riconoscimento a seguito del finanziamento di un dato progetto. Per "Lending based" ci si riferisce, poi, al prestito tra soggetti privati remunerati col

pagamento di interessi ed attuati attraverso piattaforme on-line.<sup>[11]</sup> Il “Royalty based” afferisce, invece, ad una modalità di aiuto economico, correlata ad una peculiare gratificazione, spesso non finanziaria, quanto piuttosto afferente all’utilizzo di beni o servizi.

### 3. Equity- based crowdfunding, rischi o vantaggi?

Ai nostri fini, un discorso a parte deve essere intrapreso quando si parla di quella singolare fattispecie di crowdfunding, l’Equity-based, in virtù della quale mediante l’investimento on-line si ottiene un titolo di partecipazione nell’organigramma aziendale. In tale ipotesi la contropartita è data dal complesso dei diritti patrimoniali e amministrativi che scaturiscono dalla partecipazione sociale<sup>[12]</sup>. Precisamente, per ogni operazione di equity crowdfunding scendono in campo una società emittente, un investitore e un gestore di portali, i quali si raccordano all’interno di una “piazza virtuale” che ha come proposito esclusivo l’agevolazione della raccolta di capitali da parte degli interessati<sup>[13]</sup>.

Il web è solitamente la piattaforma che consente il ritrovo e la cooperazione dei soggetti coinvolti in un’iniziativa di crowdfunding. Secondo il Framework for European Crowdfunding del 2012, l’ascesa dello strumento in analisi, negli ultimi dieci anni “deriva dal proliferare e dall’affermarsi di applicazioni web e di servizi mobile, condizioni che consentono a imprenditori, imprese e creativi di ogni genere di poter dialogare con la “folla” per ottenere idee, raccogliere soldi e sollecitare input sul prodotto o servizio che hanno intenzione di proporre”.

Lo strumento di cui si discute, presenta una serie di opportunità specifiche legate alle sue peculiarità. Primariamente, come tutte le forme di “finanziamento dal basso” permette di raccogliere capitali provenienti da una moltitudine di soggetti diversi. In tal modo il rischio di impresa viene distribuito tra più investitori e al tempo stesso la contestuale apertura del capitale a nuovi soci avrebbe l’ulteriore vantaggio di condurre all’interno della compagine societaria soggetti esperti e talvolta dotati di competenze indispensabili alla crescita ed allo sviluppo dell’iniziativa imprenditoriale<sup>[14]</sup>. Il suo crescente favore è dato, poi, dal fatto che mediante la c.d. “disintermediazione finanziaria” sia più semplice ottenere le risorse necessarie per sviluppare le proprie idee imprenditoriali a differenza del tradizionale canale bancario.

Il ricorso all’equity crowdfunding presenta, però, anche una serie di rischi non trascurabili, tra cui quello della illiquidità dell’investimento, quello di frode e quello di diluizione della partecipazione sociale.

Il rischio di illiquidità sarebbe favorito, dall’assenza di un mercato secondario dove poter

rinegoziare le partecipazioni societarie, eventualmente, acquistate mediante l'adesione a campagne di equity crowdfunding. Soffermando l'attenzione sulle start-up innovative, l'attuale disciplina preclude la possibilità di negoziare strumenti finanziari sottoscritti tramite portali on-line nei mercati organizzati per l'intera durata del periodo in cui la società può essere considerata tale. Sarebbe, tuttavia, lecita una compravendita tra soggetti privati<sup>[15]</sup>. Ciononostante i vincoli alla circolazione delle quote previsti dall'art. 2470 c.c., quali l'obbligo di cessione attraverso atto pubblico o scrittura privata autenticata e successiva iscrizione nel registro delle imprese, affinché il trasferimento sia produttivo di effetti nei confronti della società, possono rappresentare uno scoglio alla circolazione delle partecipazioni così acquisite. In questa direzione, come si vedrà meglio nel prosieguo, è opportuno, comunque sostenere che qualora l'investitore decida di sottoscrivere quote di una start-up attraverso un portale per la raccolta di capitali di rischio connesso ad una SIM<sup>[16]</sup>, potrà scegliere la c.d. "intestazione conto terzi o fiduciaria"<sup>[17]</sup> mediante la quale, avrà la possibilità di rinegoziare le proprie quote posteriormente alla chiusura del round di crowdfunding, riducendo, considerevolmente, l'anzidetto rischio di illiquidità.

L'investitore, può, poi, incorrere in rischi di frode. Ipotesi, questa, avallata, certamente dall'erogazione di un servizio di raccolta esteso mediante un mezzo impersonale di diffusione. Per tale ragione, sebbene, i gestori delle piattaforme di raccolta, non siano esplicitamente tenuti ad effettuare un'attività di controllo sugli emittenti degli strumenti finanziari, dovrebbero, almeno, verificare l'identità e l'affidabilità di chi intende lanciare campagne di crowdfunding, assumendo su di loro un ruolo di veri e propri gatekeeper<sup>[18]</sup>.

Possibile ulteriore svantaggio è la c.d. diluizione della propria partecipazione all'interno della società finanziata. Questo perché, considerando che il modello in esame si estrinseca in un aumento di capitale a pagamento<sup>[19]</sup>, nell'ipotesi in cui la società sulla quale si è scelto di puntare, decida di lanciare ulteriori campagne di equity crowdfunding e il finanziatore della prima campagna, scelga di non avvalersi del proprio diritto di opzione, allora vedrà ridotta in termini di peso percentuale, la propria partecipazione aziendale.

#### 4. Il quadro normativo di riferimento

Il nostro Paese è stato il primo in Europa a dotarsi, sia pur limitatamente alla negoziazione di partecipazioni sociali (equity-based), di una disciplina compatta sul crowdfunding, attraverso il "Decreto crescita 2.0"<sup>[20]</sup> del 2012 reso successivamente operativo dal Regolamento Consob sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line.<sup>[21]</sup> L'intervento del legislatore del 2012 ascriveva alle sole start-up innovative la possibilità di accedere a tale strumento di finanziamento. Successivamente, tuttavia, il "Decreto

Investment Compact<sup>221</sup> ha permesso di accedere ai portali on-line pure alle PMI innovative.

Misure successive hanno, inoltre, garantito l'accesso all'equity crowdfunding anche a quelle realtà che erogano servizi turistici attraverso software o altre tecnologie, come pure agli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR)<sup>23</sup> e alle società di capitali che investono prevalentemente in PMI<sup>24</sup>.

In seguito la legge di bilancio del 2017<sup>25</sup>, ha contemplato nel novero anche le PMI non innovative, costituite, comunque, in forma di S.p.A.. Da ultimo, allo scopo di sempre aumentare la platea dei relativi fruitori, il D.L. n. 50 del 24 aprile 2017<sup>26</sup> ha garantito l'accesso allo strumento in oggetto a tutte le PMI <sup>27</sup>.

Allo scopo di concedere a tutte le PMI, e, dunque, anche a tutte quelle costitutesi in forma di s.r.l., di rivolgersi al crowdfunding, si è resa necessaria ad opera del legislatore l'estensione della deroga<sup>28</sup> - già prevista per le start-up e le PMI innovative - al divieto ex art. 2468 c.c. di raccolta attraverso collocamento presso il pubblico di propri prodotti finanziari<sup>29</sup>. Tenendo a mente che la quota maggioritaria delle s.r.l. nel tessuto imprenditoriale italiano possiede i contrassegni della PMI, la deroga risulta persino rovesciare la regola<sup>30</sup>: “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<sup>31</sup>”.

Anche il confine delle offerte promuovibili nell'ambito delle piattaforme di crowdfunding è stato oggetto di allargamento attraverso la legge finanziaria 2019<sup>32</sup>, la quale ha previsto l'estensione della definizione di "strumenti finanziari", che ricomprende ora non più soltanto - come originariamente - azioni e quote rappresentative del capitale sociale o degli OICR, ma altresì obbligazioni e titoli di debito, dando luogo, secondo alcuni ad un tertium genus di crowdfunding il c.d. “Debt crowdfunding<sup>33</sup>”. Circa l'importo degli strumenti finanziari che possono essere oggetto di offerta, l'attuale disciplina prevede che il corrispettivo totale debba essere “inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell'art. 100, comma 1, lettera c), <sup>[TUF]</sup> e, dunque, a otto milioni di euro<sup>34</sup>, per cui non troverebbe applicazione la normativa in tema di obbligo di pubblicazione del prospetto informativo. Nell'eventualità in cui oggetto di offerta siano obbligazioni o titoli di debito, la sottoscrizione è, tuttavia, riservata nei limiti stabiliti dal codice civile, agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuati dalla Consob.<sup>35</sup>

L'offerta deve, inoltre, verificarsi in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio<sup>36</sup> e, a tale scopo, il Regolamento Consob ha

stabilito che il gestore del portale è tenuto a garantire che: per ciascuna offerta inerente obbligazioni, vengano rispettati i limiti di cui all'art. 2412 c.c.<sup>[37]</sup>; per ciascuna offerta riguardante titoli di debito, si rispettino i limiti individuati dall'art. 2483 c.c.<sup>[38]</sup>, come pure, quelli previsti dalla disciplina speciale applicabile di cui all'art. 13, comma 5-quinquies, del Regolamento Consob. Il gestore deve, inoltre, assicurare che la sottoscrizione di obbligazioni e titoli di debito venga riservata, nei limiti stabiliti dal codice civile solo ai c.d. "investitori ammessi".

Con tale espressione ci si riferirebbe agli investitori professionali<sup>[39]</sup>; le fondazioni bancarie; gli incubatori di start-up innovative; gli investitori a supporto delle PMI qualificati; gli 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; ed, infine, gli investitori non professionali che si impegnano ad investire almeno centomila euro in un'offerta, nonché dichiarano per iscritto, in un documento separato dal contratto, da stipulare per l'impegno a investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all'impiego o all'investimento previsto.

Concludendo l'affresco appena delineato, relativo alla normativa di riferimento, segnaliamo l'entrata in vigore del Regolamento europeo sulla prestazione transfrontaliera dei servizi di crowdfunding ("Regulation on European Crowdfunding Service Providers, ECSP")<sup>[40]</sup>.

Tale fonte normativa ha il grande merito di costituire "un vero e proprio mercato comune europeo delle piattaforme web e dei portali di crowdfunding"<sup>[41]</sup>.

Il Regolamento ECSP getta le basi per la creazione di un regime armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE, attraverso il quale ci si potrà rivolgere anche ad investitori mediante portali legittimati a livello transfrontaliero e ottenere finanziamenti, non solo nella forma del capitale di rischio, ma anche di prestito, titoli di debito o obbligazioni.

Allo scopo di favorire l'esercizio della libertà di offrire e ricevere tali servizi nel contesto europeo, il Regolamento prescrive requisiti indifferenziati in tema di erogazione dei servizi, di organizzazione, autorizzazione e vigilanza degli ECSP, come pure in tema di salvaguardia degli investitori.

Ad un osservatore attento non può esser sfuggito il particolare che il legislatore europeo abbia scelto come strumento "impositivo" quello del Regolamento, che ai sensi dell'art. 288 paragrafo 2 del TFUE, è direttamente applicabile negli Stati membri in ogni sua parte,

non ha bisogno di misure di recepimento nell'ordinamento interno ad opera dei legislatori delle varie nazioni e per giunta ove si verificasse un ipotetico contrasto con la normativa nazionale, tali ultime norme saranno disapplicate di diritto. Ulteriormente, i legislatori nazionali non saranno legittimati, nemmeno ad adottare misure interne aventi come scopo principale, o secondario, quello di limitare l'applicazione delle norme del Regolamento, né tanto meno quello di cagionare un'applicazione incompleta o arbitraria delle norme ivi contemplate.

In una logica di corretto "ecosistema normativo" e, dunque, nell'ottica in cui le varie discipline dei paesi aderenti saranno rimpiazzate dalla normativa europea, l'art. 48 del Regolamento (UE) 2020/1503 contempla una serie di disposizioni transitorie che permetteranno agli esercenti servizi di crowdfunding di continuare ad operare in ossequio al diritto nazionale, consentendogli, dunque, un lasso temporale considerevole per poter ottenere il consenso ad operare a fini transnazionali e per adattare le loro attività alla normativa del Regolamento.<sup>[42]</sup> Segnatamente, sebbene la data di entrata in vigore del Regolamento ECSP sia stata individuata nel 10 novembre 2021, i gestori già approvati al livello nazionale avranno modo di proseguire nelle loro attività, osservando la normativa locale fino al 10 novembre 2022.

Precisiamo, comunque, che prima dell'entrata in vigore della normativa comunitaria specifica, tramite i portali autorizzati in Italia è possibile incanalare le offerte di soggetti autorizzati non solo secondo il diritto italiano, ma anche secondo il diritto vigente negli altri Stati dell'Unione o, comunque, appartenenti allo Spazio economico europeo, ma non di Stati terzi.

Prestando, invece, attenzione al contenuto della disposizione regolamentare summenzionata, siamo in grado di scorgere una prima difformità rispetto alla normativa domestica, di cui diremo, ossia l'ambito di applicazione. La legge Draghi (TUF)<sup>[43]</sup> ed il Regolamento Consob<sup>[44]</sup>, trovano applicazione solo in relazione ai portali di equity crowdfunding, dove, a seguito di investimenti in un dato progetto, l'investitore ottiene una partecipazione societaria e alle offerte riguardanti obbligazioni o altri titoli di debito. Per contro il Regolamento ECSP trova luogo anche in relazione ai c.d. portali di Lending crowdfunding<sup>[45]</sup>, espressione utilizzata per alludere a quelle "forme di disintermediazione del prestito"<sup>[46]</sup>, a cui possono ricorrere sia privati, che persone giuridiche, che in genere "consentono la scelta del progetto a cui prestare denaro"<sup>[47]</sup>, dietro il pagamento di un tasso di interesse.

Dall'ermeneutica, quindi, della disposizione in esame, possiamo dedurre che il Regolamento ECSP avrà un orizzonte applicativo ben più ampio dell'attuale disciplina domestica, applicandosi, infatti ai fornitori di equity crowdfunding, debt

crowdfunding e lending crowdfunding, eccettuando i soli prestatori dei servizi di donation e reward based crowdfunding.

Altro aspetto che segna un'ennesima difformità con la disciplina nazionale viene individuato nel limite massimo della raccolta, che non potrà in ogni caso, oltrepassare il limite dei 5 milioni di euro, in luogo degli 8 individuati dal legislatore italiano, nell'arco dei dodici mesi.

Circa le modalità attraverso cui poter erogare i propri servizi di raccolta, in ossequio al Regolamento, i gestori delle relative piattaforme sono chiamati a presentare una domanda di autorizzazione all'autorità competente di ciascuno Stato membro nel quale insistono. Nel nostro Paese l'autorità deputata alla ricezione della richiesta e, conseguentemente abilitata ad autorizzare l'operatività del richiedente, è la Consob.

Gli Stati Membri avranno, inoltre, l'arduo compito di individuare i soggetti competenti a svolgere l'attività di vigilanza e, in generale, gli organi deputati al disbrigo dei compiti previsti dal Regolamento ECSP e saranno tenuti ad investire di tutto questo l'ESMA (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati).

Per quanto attiene, infine, alla tutela degli investitori, il regolamento in analisi, individua alcuni aspetti garantistici, obblighi di trasparenza e informazione, come pure ampie salvaguardie in suffragio dei c.d. investitori non sofisticati<sup>[48]</sup>. E', dunque, previsto in loro difesa, un periodo di "riflessione precontrattuale", ossia uno spazio temporale pari, cioè, a quattro giorni dal momento dell'effettuazione della propria offerta d'investimento. Si osservi, solo, che l'ancora vigente disciplina italiana, consente, invece, agli investitori non professionali di desistere, senza alcun onere, entro sette giorni decorrenti dalla data dell'ordine<sup>[49]</sup>. Oltre a ciò, la normativa prevede il dovere, in capo ai gestori dei portali, di verificare la completezza, correttezza e chiarezza dei dati esibiti nella scheda comprendente le informazioni chiave sull'investimento (c.d. Key investment information sheet) rilasciata dai soggetti che propongono l'investimento<sup>[50]</sup>. E', poi, esplicitamente prevista la possibilità di contestare, mediante meccanismi di reclamo, ipotetiche violazioni del Regolamento da parte degli investitori, poste in essere dai titolari delle piattaforme di crowdfunding. Per concludere viene, inoltre, sancita la possibilità di porre in essere una simulazione operativa sulla piattaforma, quasi un "test d'ingresso", volto a rilevare le reali conoscenze dell'investitore non sofisticato di comprendere i rischi legati all'investimento, nonché di sopportare eventuali perdite. Situazione inversa per quanto attiene agli investitori sofisticati, che non sono chiamati ad alcuna verifica, in quanto, per definizione consapevoli dei pericoli associati agli investimenti in proposito di crowdfunding<sup>[51]</sup>.

## 5. La disciplina italiana, gli emittenti

Concentrando, ora, l'oggetto della trattazione sulla normativa italiana "ancora vigente",<sup>[52]</sup> ed in particolare relativa agli emittenti, ossia coloro i quali sono abilitati a raccogliere capitali attraverso piattaforme on-line, questi devono, necessariamente essere autorizzati ed iscritti in appositi registri detenuti dalla Consob, nei quali vengano indicati come "offerenti". Può validamente considerarsi emittente, uno dei seguenti soggetti: I) Le PMI, come identificate dall'art. 2, paragrafo 1, lettera f), del Regolamento (UE) n. 2017/1129 del 14 giugno 2017, strutturate in una delle forme societarie ossequiose del diritto di uno Stato membro dell'Unione, oppure aderente agli accordi sullo Spazio Economico Europeo; II) Le società start-up innovative; III) Gli organismi di investimento collettivo del risparmio ("OICR"), i quali decidano di direzionare la loro attività prevalentemente verso l'investimento di piccole e medie imprese; IV) Tutte le società di capitali che investono principalmente in PMI.

Come può ben intuirsi, quindi, tanto le start-up innovative, quanto le PMI, siano esse in forma di s.r.l. o magari di S.p.A., hanno la possibilità di accedere a delle vere e proprie "piazze virtuali" che avrebbero come scopo principale quello di propiziare l'incontro tra imprenditori e ed investitori. Mediante l'investimento si acquista un autentico titolo di partecipazione in una società: in tale ipotesi, "la ricompensa per il finanziamento è rappresentata dal complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa"<sup>[53]</sup>.

Il finanziamento si estrinsecerebbe in quella che potremmo definire un'operazione a struttura trilaterale, nella quale a veicolare i flussi finanziari tra emittenti ed investitori si andrebbe a collocare un portale per la raccolta di capitali<sup>[54]</sup>.

## 6. I portali e i gestori

Circa i portali per la raccolta di capitali, questi possono essere gestiti esclusivamente da banche, imprese di investimento ed altri intermediari finanziari (i "gestori di diritto") o, invece, da soggetti iscritti in un particolare registro tenuto dalla Consob (i "gestori autorizzati")<sup>[55]</sup>. A differenza dei gestori di diritto, quelli autorizzati non sono abilitati ad eseguire in linea diretta gli ordini di acquisto o di sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, dovendo servirsi di intermediari abilitati allo svolgimento di tali attività<sup>[56]</sup>.

I gestori autorizzati non sono nemmeno abilitati, poi, a detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi e tale ostacolo è stato reso necessario dal fatto

che nei confronti di questi gestori, per esplicita previsione normativa<sup>571</sup>, non trovano applicazione le prescrizioni in materia di prestazione dei servizi di investimento<sup>581</sup>, le quali, trovano invece luogo in relazione ai gestori di diritto<sup>591</sup>.

L'attività dei gestori autorizzati non è, comunque priva di regolamentazione. Per poter assolvere al loro compito, è necessario, infatti, che siano iscritti nel registro dei gestori dei portali tenuto dalla Consob e che abbiano quale oggetto sociale unico la gestione del portale stesso, come anche la sede legale e amministrativa in Italia. Per gli esercenti europei è richiesta, inoltre, la stabile organizzazione nel nostro Paese.

E', poi, perfino richiesto che il gestore sia costituito in forma di società di capitali e che sia dotato di organi di amministrazione, direzione e controllo in grado di soddisfare i requisiti di professionalità e onorabilità enucleati dalla Consob<sup>601</sup>.

Più in generale sul gestore incombono altri obblighi di carattere informativo, previsti dal Regolamento Consob, il quale impone, addirittura che i potenziali investitori siano resi edotti: sul gestore medesimo e sulla relativa attività; sull'investimento in strumenti finanziari, dunque, sulla rischiosità, anche relativa alla possibile illiquidità; sull'offerta, le modalità di adesione alla medesima, nonché sui diritti dell'investitore una volta accolta l'offerta.

Per quanto attiene all'offerta di strumenti finanziari mediante portali di equity crowdfunding, la disciplina italiana la inquadra nell'appello al pubblico risparmio, sebbene, però, non trovino applicazione le disposizioni in tema di prospetto informativo. Al fine di diminuire, comunque, le asimmetrie informative<sup>611</sup>, viene stabilito che il gestore ricopra il ruolo di "intermediario nei flussi informativi"<sup>621</sup>, essendo obbligato ad esibire sul proprio sito internet, le informazioni date dagli emittenti, provvedendo, inoltre, alla loro periodica revisione.

Riguardo a tali informazioni, si richiede specificamente la preparazione di un'opportuna "scheda di offerta"<sup>631</sup>, stilata conformemente alle prescrizioni del Regolamento Consob, le quali pretendono, che le informazioni riportate siano "facilmente comprensibili da un investitore ragionevole" e fornite attraverso l'utilizzo di un linguaggio "non tecnico o gergale, chiaro, conciso, ricorrendo, laddove possibile, all'utilizzo di termini del linguaggio comune"; "rappresentate in modo da consentire la comparabilità delle offerte svolte tramite il portale"; esibite e organizzate in modo da "agevolarne la lettura da parte degli investitori, anche attraverso la scrittura in caratteri di dimensione leggibile"<sup>641</sup>.

## 7. I destinatari dell'offerta, la vigilanza e le bacheche

A tutela dei c.d. investitori retail<sup>[65]</sup> il Regolamento Consob n. 18592, all'art. 13, impone, inoltre, al gestore della piattaforma on-line, di verificare il grado di esperienza e conoscenza dell'investitore, al fine di escludere dalla raccolta tutti coloro i quali diano prova di non afferrarne le caratteristiche, quanto soprattutto i potenziali rischi collegati all'investimento. In particolare il gestore del portale on-line è tenuto alla verifica attraverso il c.d. questionario MiFID<sup>[66]</sup> somministrato al potenziale investitore al momento dell'inserimento degli ordini o di adesione alle offerte, con lo scopo di verificare che il soggetto interessato possieda un livello di esperienza e preparazione essenziale a cogliere gli aspetti essenziali e i gli eventuali rischi a cui l'investimento potrebbe condurre.

Gli investitori non professionali, potranno, dunque, aver accesso alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle singole offerte, esclusivamente a seguito della presa visione delle informazioni di investor education e dei dati riguardanti l'investimento in strumenti finanziari tramite portali<sup>[67]</sup>, nonché della successiva trasmissione delle informazioni concernenti la propria conoscenza per capire i tratti salienti e i pericoli che gli strumenti finanziari, de qua siano in grado di ingenerare. E' richiesta, inoltre, una puntuale asserzione da parte del singolo investitore di essere nella possibilità di sostenere economicamente la possibile perdita totale dell'investimento che è intenzionato ad affrontare<sup>[68]</sup>. Nell'ipotesi, infatti, in cui il gestore ritenga che lo strumento non sia adeguato per il cliente, lo informa di tale circostanza, anche mediante sistemi di comunicazione elettronica.

Incombe altresì sul gestore l'onere di predisporre una struttura di affiancamento agli investitori "inesperti" composta in buona sostanza da "investitori professionali"<sup>[69]</sup>, quali fondazioni bancarie e incubatori di start-up innovative o "clienti professionali su richiesta"<sup>[70]</sup> "che siano disposti a sottoscrivere almeno il cinque per cento dell'offerta"<sup>[71]</sup>. Per di più, il comma 2-ter dello stesso art. 24 precisa che le soglie di cui sopra "sono ridotte al 3% per le offerte effettuate da piccole e medie imprese in possesso della certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta, redatti da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili". Tale disciplina si è assunta necessaria, sulla base della valutazione per cui l'investimento di soggetti "inesperti", sia sicuro solo ove ottenga la stima anche di investitori per professione. L'osservanza di tale attributo si declina come "condizione sospensiva ex lege della campagna, a tutela degli investitori non professionali"<sup>[72]</sup>.

Sulla base di quanto detto, dunque, la presenza di tale condizione sembrerebbe implicare che l'adesione all'offerta non possa considerarsi efficace con la sola sottoscrizione dell'ordine di acquisto da parte dell'investitore<sup>[73]</sup>, e neppure col trasferimento delle

“somme corrispondenti in un conto indisponibile a favore dell'emittente”<sup>[74]</sup>, ma solamente dopo che il gestore della piattaforma abbia verificato che la condizione in esame sia stata soddisfatta. Esclusivamente dopo che la verifica de qua abbia riscosso l'aspettato successo, il gestore, stando al dettato normativo, sembrerebbe esser abilitato a riferire ai soggetti presso i quali è versata la provvista, le informazioni relative al perfezionamento dell'offerta e, solo allora, i relativi fondi possono essere trasferiti dagli intermediari all'offerente. Ove mai dovesse verificarsi un inadempimento nell'esecuzione degli ordini o nel trasferimento del denaro dagli investitori alla società emittente, non pare, comunque, possibile che possa chiamarsi a rispondere il gestore del portale fatta, eventualmente, salva una responsabilità per colpa in eligendo<sup>[75]</sup>, ossia quell'ipotesi riferibile analogicamente all'art. 2049 c.c. per cui “i padroni e i committenti sono responsabili per i danni arrecati dal fatto illecito dei loro domestici e commessi nell'esercizio delle incombenze a cui sono adibiti”<sup>[76]</sup>.

Agli investitori non ascrivibili nella categoria degli “investitori professionali” o “professionali su richiesta” viene, inoltre, attribuito, ex art. 13, co. 5 del Regolamento Consob, uno speciale diritto di recedere dall'ordine di adesione, attraverso comunicazione al gestore del portale, nel termine di sette giorni dall'ordine, senza alcun onere di natura economica. Sempre a tale categoria di soggetti, viene riconosciuto, pure, il diritto di revoca dall'ordine, che, ai sensi dell'art. 25, co. 2, del Regolamento Consob, consente di revocare la loro adesione, nell'ipotesi in cui, tra il momento dell'adesione all'offerta e quello in cui la medesima si dichiara chiusa definitivamente, sopraggiunga un evento inaspettato o emerga un errore materiale o un'imprecisione riguardante i dati esposti sul portale di raccolta, di importanza tale da incidere sulla decisione dell'investimento. Anch'esso esercitabile, però, nel limitatissimo arco temporale di sette giorni dall'avvenuta conoscenza.

Ai sensi del successivo art. 3 della medesima disposizione, nell'ipotesi in cui ci si avvalga del recesso o della revoca, i capitali, eventualmente, trasmessi agli intermediari, torneranno nella disponibilità degli investitori.

Il gestore deve anche assicurarsi che le società emittenti abbiano adattato il proprio statuto, inserendovi previsioni volte a garantire un'eventuale uscita, qualora, una volta chiusa l'offerta sul portale, sia cambiato il gruppo di comando della società in cui si è investito e questo sia sgradito agli investitori retail. Le società emittenti, dovranno, cioè, assicurare a costoro, il diritto di vendere anche le proprie partecipazioni al soggetto che acquista il "pacchetto di controllo" alle stesse condizioni applicate ai soci di controllo (c.d. diritto di "co-vendita" o "tag-along")<sup>[77]</sup>, così come previsto dall'art. 24, primo comma del Regolamento Consob.

Con la conclusione dell'offerta non termina, comunque, il ruolo del gestore, poiché questi è ancora chiamato all'espletamento di ulteriori adempimenti, come quello della conservazione della documentazione relativa e l'obbligo di rendere disponibili le informazioni, qualora la richiesta sia realizzata entro un dato periodo<sup>[78]</sup>.

L'attività dei gestori di detti portali è, poi, sottoposta alla vigilanza della Consob<sup>[79]</sup>, alla quale sono attribuiti poteri di vigilanza informativa, come la possibilità di convocare gli amministratori, i sindaci e il personale dei gestori dei portali; inoltre, di chiedere la comunicazione di dati e di notizie e la trasmissione di atti e di documenti, stabilendo gli eventuali termini<sup>[80]</sup>. L'autorità è, inoltre, investita di poteri ispettivi, come pure di poteri cautelari (sospensione dell'attività del gestore per un periodo non superiore a novanta giorni)<sup>[81]</sup> e sanzionatori (sanzioni pecuniarie, sospensione dell'attività da 1 a 4 mesi e radiazione)<sup>[82]</sup>.

Andrebbe, da ultimo, segnalato che le modifiche apportate al Regolamento Consob 18592, nel 2019, hanno definitivamente ammesso la possibilità per i gestori di porre in essere, all'interno del portale, in una sezione separata, una bacheca elettronica, dove poter pubblicare manifestazioni di interesse all'acquisto e alla vendita di strumenti finanziari, ampliando in tal modo le potenzialità di business delle piattaforme di raccolta. Secondo taluni, la bacheca in questione, disciplinata dall'art. 25-bis del TUF, (struttura di incontro non rientrante nella definizione di sedi di negoziazione ai sensi della MiFID II) rappresenterebbe una primaria soluzione al problema della illiquidità degli strumenti oggetto di offerta tramite campagna primaria. Notoriamente, infatti, l'acquisto di una partecipazione sociale mediante crowdfunding è sicuramente agevole per l'investitore, non altrettanto può dirsi per il disinvestimento, in tutto o in parte, della propria partecipazione<sup>[83]</sup>.

Al gestore non è, tuttavia, permesso di porre in essere attività aventi come scopo principale quello di agevolare l'incontro della domanda e dell'offerta degli strumenti finanziari presenti nella bacheca medesima, che siano difformi dalla mera comunicazione in forma riservata dei dati relativi ai soggetti interessati al trasferimento degli strumenti finanziari<sup>[84]</sup>. In relazione, proprio, a tale ultimo aspetto, la Consob ha evidenziato che “dovrà essere evitata ogni condotta che possa configurare sia la prestazione dell'attività di gestione di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione, sia lo svolgimento di servizi di investimento, quale il servizio di ricezione e trasmissione degli ordini, sub specie mediazione.

Segnatamente, si ribadisce che l'attività di implementazione di una bacheca elettronica per la pubblicazione delle manifestazioni di interesse alla compravendita di strumenti finanziari oggetto di raccolte di crowdfunding deve realizzarsi in assenza di un sistema

tecnologico, così come di un insieme di regole, finalizzati a consentire l'incrocio tra la domanda e l'offerta.

Evitando così che l'eventuale contratto concluso tra gli investitori possa considerarsi il risultato di una forma di matching operato dal gestore. Inoltre, si ritiene necessario che i gestori non ricevano alcun incarico per mettere in relazione i soggetti potenzialmente interessati a concludere operazioni di investimento.

Pertanto, a fronte della pubblicazione dell'annuncio, il gestore non può svolgere attività volte ad agevolare il contatto tra soggetti potenzialmente interessati (quali, ad esempio, presentare all'offerente un soggetto potenzialmente interessato ad acquistare o vendere, ovvero rendere visibili, e quindi acquistabili, per certi gruppi di aderenti al servizio di bacheca elettronica solamente quelle offerte che potrebbero essere per loro maggiormente interessanti), né porre in essere attività utili a favorire la conclusione del contratto (quali, ad esempio, il coinvolgimento nella trattativa o la predisposizione di moduli standard per i contratti)<sup>[85]</sup>.

Per quanto attiene, invece, alla pubblicazione sulla bacheca di informazioni concernenti gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta sono "rappresentabili esclusivamente le informazioni ufficiali pubblicamente disponibili, quali, ad esempio, dati di bilancio e prezzi di emissione. Infatti, la pubblicazione di informazioni diverse da quelle ufficiali, richiederebbe un ruolo attivo da parte del gestore, contrariamente ai limiti sopra descritti"<sup>[86]</sup>.

## 8. La circolazione delle quote sottoscritte

La prepotente ascesa dello strumento in esame, ha anche gettato le basi, nel nostro Paese, per la creazione di un sistema teso allo scambio delle partecipazioni sociali in possesso degli investitori retail, alternativo e parzialmente derogatorio del regime ordinario enucleato dall'art. 2470, co. 2 c.c.. È l'art. 100-ter al co. 2-bis a mettere a punto il sistema alternativo di acquisto e successiva circolazione in esame, avvicinandolo alla circolazione dematerializzata mediante accentramento<sup>[87]</sup>, sia pur divergendo sotto taluni profili<sup>[88]</sup>.

Grazie allo strumento in questione c.d. "rubricazione", gli investitori sono abilitati alla sottoscrizione di quote societarie di start-up e PMI in forma di s.r.l. intestandosele per mezzo di un intermediario abilitato (SIM o banche), il quale comparirà in nome proprio, ma per conto dell'investitore nella visura camerale della società offerente. Entro i trenta giorni seguenti alla chiusura dell'offerta gli intermediari abilitati depositano al registro delle imprese una certificazione volta ad attestare la loro titolarità di soci per conto terzi assumendosi il relativo costo. Gli intermediari, sono tenuti, poi, a richiesta del

sottoscrittore o dell'acquirente successivo, a rilasciare una certificazione attestante la titolarità delle quote. Questa dichiarazione ha lo scopo di provare la titolarità delle quote per l'esercizio dei diritti sociali, è riferita nominalmente al sottoscrittore, ma non costituisce un valido mezzo per il trasferimento della proprietà delle quote. In qualsiasi momento, tuttavia, i sottoscrittori, qualora non soddisfatti, hanno il diritto di tornare al regime ordinario di intestazione, e quindi richiedere l'intestazione diretta a se stessi delle quote di loro pertinenza. Questo comporterà, tuttavia, l'intercessione di figure professionali che usualmente intervengono nella procedura di intestazione ordinaria ed il pagamento dei relativi oneri amministrativi.

Ad ogni modo, invece, attraverso la rubricazione, la cessione delle quote da parte di un sottoscrittore o del successivo acquirente si verifica mediante semplice annotazione del trasferimento all'interno del registro tenuto dall'intermediario non comportando alcun onere né per l'acquirente, né tanto meno per l'alienante. La certificazione successiva eseguita dall'intermediario ai fini dell'esercizio dei diritti sociali, sostituisce ed esaurisce le formalità di cui all'articolo 2470, secondo comma del Codice Civile.

---

## Note e riferimenti bibliografici

[1] Art. 25, comma 1 del D. L. 18/10/2012 n° 179, convertito con L. 17/12/2012 n. 221. [2] Sappiamo, infatti, che la quasi totalità delle imprese italiane attualmente operanti nel nostro Paese assume le vesti della PMI. M. Speranzin, S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi, in *Rivista delle società*, 2018, p. 339.

[3] Per finanza alternativa s'intende generalmente un meccanismo di disintermediazione dai prodotti dell'industria finanziaria in favore di alcune piattaforme di crowdfunding, attraverso le quali si mettono in comunicazione diretta potenziali creditori e debitori al fine di finanziare specifici progetti di sviluppo. In "Finanza alternativa: definizione e significato", [www.glossariodefinitionitradingfinanza.com](http://www.glossariodefinitionitradingfinanza.com)

[4] L. Incorvati, Crowdfunding, minibond, private equity: la finanza alternativa per le Pmi vale 2,7 miliardi, in [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com), 5 dicembre 2020.

[5] F. Gatto, "Finanza alternativa: cos'è e quale può essere il suo significato", in [www.cuoospace.it](http://www.cuoospace.it), Cuoas Business school.

[6] Finanza alternativa: che cos'è e come può aiutare le PMI nell'accesso al credito, in [www.economyup.it](http://www.economyup.it), 21 febbraio 2021.

[7] La Blockchain (letteralmente "catena di blocchi") è una piattaforma software che utilizza la rete internet e – usando i c.d. nodi di una rete informatica – modifica e aggiorna in sicurezza, senza dover ricorrere all'intermediazione di soggetti terzi, un registro c.d. e-wallet, al cui interno sono presenti dati e informazioni. Come detto, nella piattaforma Blockchain non esistono soggetti intermediari c.d. middleman, che assicurano la validazione e verifica degli asset e che permettono il trasferimento delle informazioni, ma esiste un registro Blockchain, custodito – non da un unico soggetto fiduciario – ma distribuito tra tutti i partecipanti della piattaforma Blockchain. Infatti, si ricorre all'utilizzo della blockchain proprio per venire incontro alla necessità di effettuare operazioni contraddistinte dalla disintermediazione e decentralizzazione e non ricorrere all'ausilio di banche, notai, istituzioni finanziarie e così via. Tale prassi operativa comporta una riduzione dei costi di transazione grazie alla sostituzione di una autorità centrale con un meccanismo distribuito idoneo a creare nuove strutture sociali ed economiche. Nel dettaglio, occorre chiarire che le tecnologie blockchain sono sistemi che si basano su un registro distribuito, il quale può essere letto e modificato da più nodi di una rete. Non essendo predisposto un ente centrale, le modifiche effettuate al registro per essere validate devono avere il consenso della maggioranza degli utilizzatori. In [www.diritto.it](http://www.diritto.it), Cosa sono le initial coin offering? A. Viceconte, 5 marzo 2021.

[8] Termine inglese che indica, in senso molto ampio, ogni entità materiale o immateriale suscettibile di valutazione economica per un certo soggetto. In *dizionario di economia e finanza*, in [www.treccani.it](http://www.treccani.it).

[9] Gli smart contracts, letteralmente: "contratti intelligenti", sono "un'incorporazione di clausole contrattuali codificate in linguaggio informatico, in software o protocolli informatici, che vengono utilizzati per la conclusione di rapporti di natura contrattuale conferendo autonoma esecuzione ai termini programmati al verificarsi di certe condizioni definite ex ante. Essi, nonostante si presentino come strumenti utilizzati per negoziare, concludere o applicare autonomamente relazioni contrattuali o pseudo contrattuali, non possono essere inclusi nel novero dei contratti giuridici. La ragione è riscontrabile nel fatto che presentano delle peculiarità tecniche e tecnologiche tali da non permettere un loro accostamento alla pura e semplice versione informatizzata o digitalizzata di un contratto". G. Guida, Blockchain e smartcontract: benefici e limiti, in [www.altalex.com](http://www.altalex.com), 21/10/2020.

[10] Crowdfunding Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una "start-up innovativa" tramite portali on-line, in *web investor education* [www.consob.it](http://www.consob.it).

[11] Crowdfunding Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una "start-up innovativa" tramite portali on-line, in *web investor education* [www.consob.it](http://www.consob.it).

[12] Crowdfunding Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una "start-up innovativa" tramite portali on-line, in *web investor education* [www.consob.it](http://www.consob.it).

[13] Art. 5-novies del D.Lgs. n. 58/1998, c.d. TUF.

[14] Commissione Europea, Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business and Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2014/65/EU on markets financial instruments, 2018, pp. 12 ss..

[15] I. Cultera, *Crowdfunding e Regolamentazioni. La Tassazione in Italia: il quadro generale*, Upspringer International LLC, 2015, cit. posizione 639 su Kindle.

[16] «Istituite nel 1991 e successivamente riformate nel 1996 dal decreto Eurosim, le società di intermediazione mobiliare trovano il loro assetto definitivo nel 1998 con l'approvazione del Testo unico della finanza. Rientrano nella categoria delle "imprese di investimento", insieme alle imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie, e sono definite come quelle imprese, con sede legale e direzione generale in Italia, diverse dalle banche e dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del T.U. bancario, autorizzate a svolgere i servizi di investimento. Le Sim possono inoltre prestare professionalmente nei confronti del pubblico i servizi accessori e altre attività finanziarie, nonché le attività connesse o strumentali. Le sim che ottengono l'autorizzazione in Italia possono operare, anche senza stabilirvi succursali, sia in uno Stato comunitario sia in uno Stato extracomunitario. In quest'ultimo caso, tuttavia, è necessaria la preventiva autorizzazione della Banca d'Italia". Le SIM, in [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[17] L'intestazione c.d. "fiduciaria", permette all'investitore di sottoscrivere quote societarie offerte mediante portali di equità crowdfunding con l'ausilio di un intermediario finanziario, il quale comparirà in nome proprio, ma per conto dell'investitore nella visura camerale della società offerente (rubricazione). Intestazione conto terzi nell'equity crowdfunding (intestazione 'fiduciaria') in [www.crowd-funding.cloud.it](http://www.crowd-funding.cloud.it).

[18] C. Iovieno, *Il portale nell'equity crowdfunding: un nuovo gatekeeper? Un'analisi alla luce della regolamentazione italiana e statunitense*, in [www.ildirittodelleconomia.it](http://www.ildirittodelleconomia.it) 2016.

[19] R. De Luca, *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*, Fondazione nazionale dei commercialisti, 2015, pp.19 ss.

[20] D.L. 179/2012 conv. con L. 221/2012.

[21] Adottato con la delibera n. 18592 del 26 giugno 2013, successivamente aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera Consob n. 19520 del 24 febbraio 2016 e dalla seguente delibera Consob 29 novembre 2017 n. 20204 del 5 dicembre 2017.

[22] D.L. n. 3 del 24 gennaio 2015 conv. con L. 24 marzo 2015, n. 33.

[23] Ex art. 1, lettera k) del TUF per OICR s'intende: "L'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata".

[24] Articolo 100-ter, comma 1, TUF e articolo 2, comma 1, lettera c), nn. 3 e 4, del Regolamento Consob. Per "OICR che investe in piccole e medie imprese" si intende "l'organismo di investimento collettivo del risparmio che destina almeno il 70% dei capitali raccolti in piccole e medie imprese [(articolo 2, comma 1, lettera e-ter), del Regolamento Consob], mentre sono definite "società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese" le società "di capitali le cui immobilizzazioni finanziarie, iscritte nell'ultimo bilancio depositato, sono costituite almeno al 70% da strumenti finanziari di piccole e medie imprese" [(articolo 2, comma 1, lettera e-quater), del regolamento Consob].

[25] Legge 11 dicembre 2016, n. 232.

[26] Convertito con modificazioni dalla L. 21 giugno 2017, n. 96.

[27] G. Pasquariello, *Crowdfunding: tipologie, normativa e opportunità*, in [www.diritto.it](http://www.diritto.it), 2 maggio 2020.

[28] Anteriormente all'entrata in vigore del D.L. n. 50/2017, nonostante si fosse voluto eliminare il collegamento all'attributo dell'innovatività delle PMI, l'intervento del legislatore non è stato privo di critiche, in quanto in

relazione alle PMI non innovative non era riprodotta la deroga all'art. 2468, 1° co., c.c. (regolata per le altre dall'art. 26 del D.L. 179/2012) che prima garantiva esclusivamente alle partecipazioni di s.r.l. di start-up o PMI innovative di farsi oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari. Con il successivo intervento del 2017, in particolare, con l'art. 57, 1° co., D.L. 24 aprile, n. 50, si è ritoccato, proprio, l'art. 26 del decreto Crescita 2.0, che nella sua veste attuale permette 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”.

[29]De Luca, Crowdfunding e quote dematerializzate di s.r.l.? prime considerazioni, in Nuove leggi civili commentate, 2016.

[30]Stagno D'Alcontres, De Luca, Le società, Le società in generale, Le società di persone, Torino, 2015, p.100.

[31]N. De Luca, S.L. Furnari, A Gentile, voce “Equity crowdfunding”, in Digesto Disc. Priv., Sez. Comm., Agg. VIII, Utet giuridica, Milanofiori Assago, 2017, p. 165.

[32]Legge n. 145 del 30 dicembre 2018.

[33]G. Amato, M.L. Giorgi Il Deb crowdfunding: un tertiumgenus accanto all'Equity ed al Lending crowdfunding, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it) 10/04/2019.

[34]Combinato disposto dell'art. 100-ter, comma 1, TUF, dell'articolo 100, comma 1, lettera c), TUF e dell'art. 34-ter, comma 1, lettera c), del Regolamento approvato con delibera Consob 14 maggio 1999, n. 11971 e sue successive modificazioni ed integrazioni (il “Regolamento emittenti o anche “RE”).

[35]Articolo 100-ter, comma 1-ter, TUF.

[36]Articolo 100-ter, comma 1-ter, TUF.

[37]Ai sensi dell'art. 2412 c.c. “La società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. I sindaci attestano il rispetto del suddetto limite. Il limite di cui al primo comma può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali”. Non è soggetta al limite di cui al primo comma, e non rientra nel calcolo al fine del medesimo, l'emissione di obbligazioni garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi. Al computo del limite di cui al primo comma concorrono gli importi relativi a garanzie comunque prestate dalla società per obbligazioni emesse da altre società, anche estere. I commi primo e secondo non si applicano all'emissione di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni. Quando ricorrono particolari ragioni che interessano l'economia nazionale, la società può essere autorizzata con provvedimento dell'autorità governativa, ad emettere obbligazioni per somma superiore a quanto previsto nel presente articolo, con l'osservanza dei limiti, delle modalità e delle cautele stabilite nel provvedimento stesso. Restano salve le disposizioni di leggi speciali relative a particolari categorie di società e alle riserve di attività”.

[38]Art. 2483 c.c. “Se l'atto costitutivo lo prevede, la società può emettere titoli di debito. In tal caso l'atto costitutivo attribuisce la relativa competenza ai soci o agli amministratori determinando gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione. I titoli emessi ai sensi del precedente comma possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima. La decisione di emissione dei titoli prevede le condizioni del prestito e le modalità del rimborso ed è iscritta a cura degli amministratori presso il registro delle imprese. Può altresì prevedere che, previo consenso della maggioranza dei possessori dei titoli, la società possa modificare tali condizioni e modalità. Restano salve le disposizioni di leggi speciali relative a particolari categorie di società e alle riserve di attività”.

[39]Ex art. 2, comma 2, lettera j) del Regolamento Consob, si considerano tali: “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 febbraio 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 novembre 2011, n. 236 emanato dal Ministero dell'economia e delle finanze”.

[40]Regolamento (UE) 2020/1503.

[41]B. Colosimo, A. Corbò “Il nuovo regolamento europeo per la prestazione transfrontaliera del crowdfunding”, in [www.unlaw.it](http://www.unlaw.it), 13 novembre 2020.

[42]A. C. Di Giacomo, Il nuovo Regolamento UE 2020/1503 – La prestazione transfrontaliera dei Servizi Crowdfunding, in [www.e-lex.it](http://www.e-lex.it), 28 ottobre 2020.

[43]Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, entrato in vigore il 1° luglio 1998.

[44]Regolamento Consob n. 18592 sulla raccolta di capitali tramite portali on-line (aggiornato con le modifiche apportate attraverso la delibera n. 21259 del 6 febbraio 2020, in vigore dal 16 febbraio 2020).

[45]La cui disciplina è, ora, incastonata nella sezione IX delle Disposizioni della Banca d'Italia sulla raccolta del risparmio da parte di attori non bancari (Delibera n. 586 del 2016), in cui il lendingcrowdfunding è qualificato, più precisamente, come social lending, ossia “uno strumento attraverso il quale una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori, tramite piattaforme on-line, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto”.

[46]I. Pais p. Peretti C. Spinelli, Crowdfunding. la via collaborativa all'imprenditorialità, Egea, 2014, cit., p. 11.

[47]I. Pais p. Peretti C. Spinelli, Crowdfunding. la via collaborativa all'imprenditorialità, Egea, 2014, cit., p. 11.

[48]Categoria di investitori individuata in modo residuale dal Regolamento europeo, in quanto soggetti diversi dagli investitori “sostanziosi”. Si definisce investitore sofisticato ogni soggetto fisico o giuridico che è cliente professionale ai sensi dell'Allegato II, sezione I, punto 1, 2, 3 o 4, della MiFID II o ogni persona fisica o giuridica che ha l'approvazione del fornitore dei servizi.

[49]Art.13, co. 5, del Regolamento Consob, adottato con delibera 18592 del 26 giugno 2013.

[50]B. Colosimo, A. Corbò “Il nuovo regolamento europeo per la prestazione transfrontaliera del crowdfunding”, in [www.unlaw.it](http://www.unlaw.it), 13 novembre 2020.

[51]A. C. Di Giacomo, Il nuovo Regolamento UE 2020/1503 – La prestazione transfrontaliera dei Servizi Crowdfunding, in [www.e-lex.it](http://www.e-lex.it), 28 ottobre 2020.

[52]Come già, più volte, ricordato, contenuta al livello primario negli artt. 50-quinquies, 100-ter, 190-quater del TUF, ed al livello di regolazione secondaria nel Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line adottato con Delibera Consob n. 18592 del 26/06/2013 con successive modifiche.

[53]Cos'è il crowdfunding? in web investor education crowdfunding, [www.consob.it](http://www.consob.it)

[54]N. De Luca, S.L. Furnari, A Gentile, voce “Equity crowdfunding”, in Digesto Disc. Priv., Sez. Comm., Agg. VIII, Utet giuridica, Milanofiori Assago, 2017, p. 160.

[55]Art. 50-quinquies, comma 2, TUF.

[56]N. De Luca, S.L. Furnari, A Gentile, voce “Equity crowdfunding”, in Digesto Disc. Priv., Sez. Comm., Agg. VIII, Utet giuridica, Milanofiori Assago, 2017, p. 166.

[57]Art. 50-quinquies, comma 2, ultimo periodo, TUF.

[58]N. De Luca, S.L. Furnari, A Gentile, voce “Equitycrowdfunding”, in Digesto Disc. Priv., Sez. Comm., Agg. VIII, Utet giuridica, Milanofiori Assago, 2017, p. 166.

[59]V. De Stasio, Il crowdfunding, in Aa. Vv., Il Testo Unico finanziario, diretto da M. Cera e G. Presti, vol. 2, Zanichelli, Bologna, 2020, p. 2337.

[60]Artt. 8 e 9 del Regolamento Consob n. 18592.

[61]N. De Luca, S.L. Furnari, A Gentile, voce “Equity crowdfunding”, in *Digesto Disc. Priv.*, Sez. Comm., Agg. VIII, Utet giuridica, Milanofiori Assago, 2017, p. 167.

[62]C. Iovieno, *Il portale nell’equitycrowdfunding: un nuovo gatekeeper? Un’analisi alla luce della regolamentazione italiana e statunitense*, in *Dir. Inf.*, 2016, 1, p. 15.

[63]La dissomiglianza col prospetto informativo, necessario in caso di sollecitazione del pubblico risparmio, non è irrilevante, considerando tra le altre cose, che la scheda in questione, non è sottoposta, nemmeno, ad approvazione preventiva ad opera della Consob (così A. Dentamaro, *Le offerte condotte esclusivamente sul portale e gli strumenti a diretta tutela dell’investimento non professionale*, in *Riv. dir. Imp.*, 2017, 3, p. 541.)

[64]Così l’Allegato n. 3 del Regolamento Consob.

[65]Sono investitori “retail” i risparmiatori - anche imprese, società o altri enti - che non sono qualificabili come clienti professionali. Si tratta, in sostanza, dei comuni risparmiatori che si rivolgono agli intermediario per effettuare i propri investimenti. In *Glossario dell’Arbitro per le controversie finanziarie*, [www.acf.consob.it](http://www.acf.consob.it).

[66]Il questionario MiFID, compilato da clienti di banche e servizi finanziari, si riferisce ad una direttiva europea, avente una duplice ragion d’essere: offrire una maggior protezione agli investitori; garantire una maggiore trasparenza nei mercati finanziari. MiFID è l’acronimo di Markets in financial instruments directive. La direttiva MiFID II (2014/65/EU), entrata in vigore dal 3 gennaio 2018, ha sostituito la precedente direttiva MiFID (2004/39/EC) che aveva disciplinato i mercati finanziari europei dal 31 gennaio 2007. Perché bisogna aggiornare il questionario MiFID? In [www.it.lita.com](http://www.it.lita.com).

[67]Art. 15, co. 2, lettera a), del Regolamento Consob.

[68]Art. 15, comma 2, lettera c), del Regolamento Consob.

[69]Identificati dal Regolamento Consob n. 18592 come “i clienti professionali privati di diritto e i clienti professionali privati su richiesta, individuati nell’Allegato 3, rispettivamente ai punti I e II, del Regolamento Consob in materia di intermediari, adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e modifiche successive, nonché i clienti professionali pubblici di diritto e i clienti professionali pubblici su richiesta individuati rispettivamente dagli articoli 2 e 3 del decreto ministeriale 11 novembre 2011, n. 236 emanato dal Ministero dell’economia e delle finanze”.

[70]Categoria individuata, dall’art. 24, co. 2 del regolamento Consob n. 18592 come “investitori a supporto delle piccole e medie imprese aventi un valore del portafoglio di strumenti finanziari di cui al Testo Unico, inclusi i depositi di denaro, superiore a cinquecentomila euro, in possesso dei requisiti di onorabilità previsti dall’articolo 8, comma 1 e di almeno uno dei seguenti requisiti: i) aver effettuato, nell’ultimo biennio, almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in piccole e medie imprese, ciascuno dei quali per un importo almeno pari a quindicimila euro; ii) aver ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in piccole e medie imprese diverse dalla società offerente. In caso di persone giuridiche, la valutazione circa il possesso dei requisiti di cui sopra è condotta con riguardo alla persona autorizzata a effettuare operazioni per loro conto e/o alla persona giuridica medesima”.

[71]N. De Luca, S.L. Furnari, A Gentile, voce “Equity crowdfunding”, in *Digesto Disc. Priv.*, Sez. Comm., Agg. VIII, Utet giuridica, Milanofiori Assago, 2017, p. 167.

[72]N. De Luca, S.L. Furnari, A Gentile, voce “Equity crowdfunding”, in *Digesto Disc. Priv.*, Sez. Comm., Agg. VIII, Utet giuridica, Milanofiori Assago, 2017, p. 167.

[73]Secondo G. Pignotti, *La nuova disciplina italiana dell’equity based crowdfunding*, in *Riv. dir. Imp.*, 2016, 3, p. 582, l’adesione dell’investitore non comporta la conclusione del contratto tra investitore ed emittente, ma produrrebbe unicamente “effetti obbligatori che vengono meno nel caso di mancato perfezionamento dell’offerta”.

[74]R. De Luca, *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2015, cit., p. 16

[75]F. Accettella, N. Ciocca, *Emittente e portale nell’equity based crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2012, 2, I, p.266.

[76]In passato si riteneva che la colpa di padroni e committenti derivasse da una loro negligenza nella scelta dei

sottoposti (c.d. culpa in eligendo) o nella loro sorveglianza (c.d. culpa in vigilando). Le teorie più recenti, invece, la riconducono al principio cuius commoda et eius incommoda: chi ha il beneficio dell'opera dei sottoposti ne sopporta anche i rischi. In ratio legis art. 2049 c.c. [www.borcardi.it](http://www.borcardi.it)

[77]Crowdfunding,Le regole speciali delle offerte on-line di strumenti finanziari emessi da start-up innovative, approfondimento n.9, in web investor education [www.consob.it](http://www.consob.it).

[78]Art. 13, co. 4, del Regolamento Consob.

[79]Art. 50-quinquies, comma 6, TUF, che assegna alla Consob il compito di vigilare, essenzialmente, sul rispetto da parte dei gestori degli obblighi gestori imposti dal TUF e dalle relative disposizioni contenute nella normativa secondaria di attuazione.

[80] Viene richiesta la trasmissione annuale, entro il 31 marzo, non solo della relazione sull'attività svolta e sulla struttura organizzativa, ma anche di dati concernenti l'operatività del portale, la discontinuità operativa e i reclami ricevuti per iscritto, con specificazione delle misure adottate per rimediare a eventuali carenze relative e delle attività pianificate (articolo 21, comma 3, del Regolamento Consob).

[81] Articolo 22 del Regolamento Consob.

[82] Articolo 23 del Regolamento Consob.

[83]G. Brandaleone, A. Negri “Novità dal Regolamento Consob: debito e bacheca elettronica per incentivare il crowdfunding italiano” in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 05/11/2019

[84] Art. 25-bis, co. 2, del Regolamento Consob.

[85]Relazione illustrativa Consob degli esiti della consultazione, delle conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori, Modifica del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali tramite portali on-line per l'adeguamento alle novità introdotte dalla legge di bilancio 2019. Del 18 ottobre 2019, p. 9.s.

[86]Relazione illustrativa Consob degli esiti della consultazione, delle conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori, Modifica del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali tramite portali on-line per l'adeguamento alle novità introdotte dalla legge di bilancio 2019. Del 18 ottobre 2019, p. 10.s.

[87] Deposito e mantenimento di certificati e strumenti finanziari presso un unico soggetto che svolge le funzioni di depositario centrale al fine di consentirne il trasferimento mediante registrazioni contabili, eliminando i rischi e i costi connessi alla circolazione materiale dei titoli. La legge n° 289 del 1986 attribuiva a Monte titoli S.p.A. l'esclusività della gestione centralizzata dei titoli di massa; in seguito tale normativa è stata sostituita dal Testo Unico della Finanza (D.Lgs. 58/1998) che stabilisce che la gestione accentrata degli strumenti finanziari è una attività di impresa riservata a società per azioni, anche senza fini di lucro, che abbiano come oggetto esclusivo tale attività ed operanti in regime di concorrenza. In Glossario finanziario – accentrato, [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[88]N. De Luca, S.L. Furnari, A. Gentile, voce “Equity crowdfunding”, in *Digesto Disc. Priv., Sez. Comm., Agg. VIII*, Utet giuridica, Milanofiori Assago, 2017, p. 169. La circolazione così realizzata non è, infatti, sufficiente a garantire la tutela del terzo in buona fede, in caso di molteplici alienazioni, in quanto da un lato non si procede all'iscrizione del nome di questi nel registro delle imprese (art. 2470, 3°co., c.c.), dall'altro perché il regime alternativo in questione, non è idoneo ad assumere su di sé la disciplina degli strumenti finanziari dematerializzati e le relative cautele (artt.83 quinquies e 83 septies TUF).

\* Il simbolo {[https/URL](https://URL)} sostituisce i link visualizzabili sulla pagina:

<https://rivista.camminodiritto.it/articolo.asp?id=8398>