



**Iusletter**  
informazione e aggiornamento giuridico

**LaScala**  
STUDIO LEGALE

Focus on

# L'EQUITY CROWFUNDING

Marzo 2016

[www.lascalaw.com](http://www.lascalaw.com)  
[www.iusletter.com](http://www.iusletter.com)

Milano | Roma | Torino | Bologna | Firenze | Ancona | Vicenza | Padova  
[redazione@lascalaw.com](mailto:redazione@lascalaw.com)



## 2. La struttura dell'operazione.

Prima di comprendere il funzionamento del modello dell'*equity crowdfunding*, è fondamentale capire il funzionamento base dell'operazione di finanziamento che può essere così graficamente rappresentata:

L'idea viene proposta ai gestori della piattaforma *online* che, decidono sfaccettarle e quindi caricarla sul portale oppure no sulla base di criteri di adeguatezza, liceità, trasparenza e correttezza delle informazioni.

La piattaforma di crowdfunding carica *online* il contenuto della proposta indicante *business plan*, obiettivo, capitale richiesto, attività, modalità di svolgimento del business, eventuale ricompensa per gli investitori, ecc.

I terzi potenziali investitori (*crowd*), navigando ed accendendo al sito, hanno modo di reperire tutte le informazioni sul funzionamento del *business*. A questo punto decidono se investire (anche somme esigue).

Qualora sia previsto nel prospetto iniziale di investimento, il terzo riceve una ricompensa. A seconda del tipo di ricompensa, il *crowdfunding* assume denominazioni e forme differenti (es. se la ricompensa è una partecipazione nella società, come vedremo, si parla di *equity-based crowdfunding*).

Come si intuisce agevolmente da questo schema, il *crowdfunding* non è altro che un mezzo per reperire finanza sfruttando il *web* ed il mondo di *internet*. Da un punto di vista giuridico, però, la questione è estremamente complessa. Inquadrare questa operazione nell'ambito di una singola fattispecie giuridica non è un compito agevole.

Le scelte legislative dei vari paesi differiscono molto soprattutto in considerazione del fatto che, nella maggioranza dei casi, non esiste una normativa *ad hoc* per il *crowdfunding* e, di conseguenza, è necessario ricomprendere tale *species* nell'alveo di una categoria già esistente: dall'appello al pubblico risparmio ai servizi di investimento.

Il legislatore italiano è stato prontissimo ed efficace nel disciplinare la fattispecie dell'*equity crowdfunding*: difatti, l'Italia è stato il primo paese in Europa a dotarsi di una specifica disciplina per l'*equity crowdfunding*, già noto nella legislazione nord americana.



In particolare, si è optato per una soluzione cd. “su doppio livello”: da un lato, infatti, sono state introdotte modifiche alla normativa del TUF (norma di rango primario) con il Decreto Legge 18 ottobre 2012 n. 179 (c.d. *Decreto crescita bis*, di seguito il **Decreto**), convertito con modificazioni in L. n. 221 del 17 dicembre 2012 (artt. 50*quinquies* e 100*ter* T.U.F.) inquadrando la fattispecie come un ibrido tra la *gestione collettiva del risparmio* e *l'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita*; dall'altro lato, si è provveduto ad integrare la legge al livello regolamentare con la delibera Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 (di seguito, il **Regolamento**) così come modificata dalla recentissima delibera Consob n. 19520 del 24 febbraio 2016.

### 3. Il decreto.

La prima modifica apportata al TUF dal Decreto consiste nella tipizzazione (art. 50*quinquies*) della figura del c.d. *gestore di portali* che, in sostanza, funge da mediatore tra emittenti (*i.e.* i promotori del progetto) e gli investitori. Possono essere gestori di portali di *crowdfunding* unicamente i soggetti che posseggono specifici requisiti e che ottengono l'autorizzazione della Consob secondo quanto meglio indicato nel successivo paragrafo o e che, conseguentemente, vengono iscritti in uno specifico registro. Oltre a questi soggetti, è permesso assumere il ruolo di gestore anche alle *banche di investimento*<sup>1</sup> ed alle *imprese di investimento*<sup>2</sup>.

Anche per ciò che attiene i promotori del progetto, la legge fissa un relevantissimo requisito soggettivo: solo le *startup innovative*<sup>3</sup> possono, infatti, accedere a questo strumento alternativo di raccolta del capitale di rischio. Contrariamente a quanto previsto in altri ordinamenti (ad esempio, quello statunitense), la scelta del legislatore italiano è stata quella di legare inscindibilmente la possibilità di adozione di questo strumento all'innovazione tecnologica.

Il Decreto, inoltre, all'art 50*quinquies*, quinto comma T.U.F., delega l'attuazione delle disposizioni specifiche sul funzionamento del *crowdfunding* ad un regolamento della

---

<sup>1</sup> Si tratta di istituti di credito che non basano la propria operatività sui depositi, ma sui servizi alle aziende speculando sui mercati azioni a elevato livello di rischio.

<sup>2</sup> Si tratta di quelle società che si occupano di *intermediazione finanziaria* in favore di soggetti che vogliono investire propri capitali sui mercati regolamentati italiani, comunitari ed extracomunitari riconosciuti dalla Consob.

<sup>3</sup> Anch'esse introdotte dal Decreto Legge 18 ottobre 2012 n. 179 (c.d. *Decreto crescita bis*), convertito con modificazioni in L. n. 221 del 17 dicembre 2012. Per un ulteriore approfondimento, confronta l'articolo di questa rivista all' URL: <http://iusletter.com/wp-content/uploads/focuson-31.07.2015.pdf>



Consob<sup>4</sup> che, di fatto, disciplina in modo completo gli aspetti pratici dell'*equity crowdfunding* così come meglio indicato nel seguente capitolo 4.

#### 4. Il regolamento.

Il fatto che il Decreto abbia previsto l'adozione di un regolamento *ad hoc* per il *crowdfunding* comporta, come conseguenza, da un punto di vista meramente sistematico, che a quest'ultimo siano applicabili esclusivamente le disposizioni espressamente richiamate evitando, per l'effetto, l'applicazione analogica di altre disposizioni del T.U.F. per colmare eventuali vuoti normativi.

*In primis*, il Regolamento disciplina gli aspetti di natura *soggettiva* attinenti all'individuazione delle caratteristiche che devono sussistere, in capo ai gestori, per ottenere l'iscrizione nel registro<sup>5</sup> e le *procedure* per ottenere il riconoscimento.

Il Regolamento disciplina, altresì, i profili relativi agli *obblighi di condotta* in capo ai gestori che sono funzionali alla tutela del “contraente debole” (*i.e.* colui che acquista sul portale) e che si sostanziano nell'esigenza di garantire una corretta e completa informazione circa il progetto che si promuove nonché le modalità con cui le offerte “*tramite portal*” devono essere effettuate ed eseguite e con cui pertanto si perfeziona la sottoscrizione di strumenti finanziari.

##### 4.1 Requisiti per iscrizione al registro Consob e procedure per il riconoscimento.

I requisiti per richiedere l'iscrizione al registro sono:

- (i). forma societaria: società per azioni, società in accomandita per azioni, società a responsabilità limitata o società cooperativa;
- (ii). sede legale e amministrativa: stabile all'interno dell'Unione Europea o nel territorio della Repubblica;

---

<sup>4</sup> L'art. 50quinquies, quinto comma T.U.F., recita: «*La Consob determina, con regolamento, i principi e i criteri relativi: a) alla formazione del registro e alle relative forme di pubblicità; b) alle eventuali ulteriori condizioni per l'iscrizione nel registro, alle cause di sospensione, radiazione e riammissione e alle misure applicabili nei confronti degli iscritti nel registro; c) alle eventuali ulteriori cause di incompatibilità; d) alle regole di condotta che i gestori di portali devono rispettare nel rapporto con gli investitori, prevedendo un regime semplificato per i clienti professionali*».

<sup>5</sup> Il Registro è pubblico e svolge una funzione di grande rilevanza indicando, per ciascun gestore, rispettivamente: (i) il numero d'ordine di iscrizione; (ii) la denominazione sociale; (iii) l'indirizzo del sito internet del portale e il corrispondente collegamento ipertestuale; (iv) la sede legale e la sede amministrativa; (v) la stabile organizzazione nel territorio della Repubblica, per i soggetti comunitari; (vi) gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob.



- (iii). oggetto sociale: deve essere il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative, per le PMI innovative, per gli organismi di investimento collettivo del risparmio e per le società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative e in PMI innovative;
- (iv). onorabilità: requisito che devono possedere coloro che detengono il controllo della società ed i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo.

La domanda di iscrizione nel registro, sottoscritta dal legale rappresentante della società, indica la denominazione sociale, la sede legale e la sede amministrativa della società, il nominativo e i recapiti di un referente della società e l'elenco dei documenti allegati tra cui la relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa (tipicamente specificata nel *business plan*).

La Consob, perentoriamente entro sette giorni dal ricevimento, deve verificare la regolarità e la completezza della domanda e comunicare alla società richiedente la documentazione eventualmente mancante richiedendone, se opportuno, l'integrazione. In questo ultimo caso, la procedura è sospesa dalla data di invio della richiesta fino alla data di ricezione dei documenti mancanti.

La Consob delibera sulla domanda entro il termine massimo di sessanta giorni. L'iscrizione è negata quando risulti che la società richiedente non sia in possesso dei requisiti.

#### 4.2 (segue) Obblighi di condotta.

Il Regolamento definisce, infine, al Titolo III, le modalità con cui deve essere svolta l'attività di *crowdfunding*. In particolare, l'art. 13 del Regolamento obbliga il gestore ad operare secondo i ben noti criteri e parametri di diligenza, correttezza e trasparenza e ponendo in essere le adeguate misure per prevenire l'insorgere di eventuali conflitti di interesse. Inoltre, deve rendere disponibili agli investitori, in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni, tutte le informazioni riguardanti l'offerta che sono fornite dall'emittente affinché gli stessi possano ragionevolmente e compiutamente comprendere la natura dell'investimento, il tipo di strumenti finanziari offerti (*i.e.* caratteristiche della partecipazione) e i rischi connessi e prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole richiamando l'attenzione degli investitori diversi dagli investitori professionali sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie.



Deve, altresì, assicurare che le informazioni fornite siano aggiornate, accessibili almeno per i dodici mesi successivi alla chiusura dell'offerta e rese disponibili agli interessati che ne facciano richiesta per un periodo di cinque anni dalla data di chiusura dell'offerta.

Una volta sottoscritta l'offerta, prima della modifica apportata dalla delibera del 24 febbraio 2016 n. 19520, il gestore del portale doveva inviare l'ordine di adesione ad una banca/impresa di investimento che provvedeva a valutare l'adeguatezza dell'investimento rispetto alle conoscenze ed all'esperienza dell'investitore, perfezionare la sottoscrizione degli strumenti finanziari, raccogliere le somme in un conto dedicato. Dallo scorso febbraio, invece, la procedura è stata semplificata rimettendo direttamente ai gestori dei portali questa facoltà di valutazione. Tale obbligo era considerato eccessivamente oneroso. Entro 7 giorni dall'adesione, l'investitore non professionale può recedere senza spese e costi aggiuntivi tramite una mera comunicazione al portale. Quest'ultimo, infatti, nella propria offerta, deve obbligatoriamente specificare le modalità di esercizio del diritto di recesso.

## 5. Conclusioni.

Il *crowdfunding* e, nello specifico, l'*equity-crowdfunding* rappresentano importanti strumenti innovativi per incentivare l'imprenditoria e la realizzazione di progetti nel settore tecnologico.

Il sistema predisposto dal legislatore italiano che pone il ricorso a tale strumento in una posizione derogatoria rispetto al normale regime di circolazione degli strumenti finanziari.

Come risulta da una ricerca di alcune università italiane, attualmente in Italia operano 82 piattaforme di *crowdfunding*. Di queste, solo 13 si occupano di *equity crowdfunding* (il 19%). Una percentuale senz'altro bassa soprattutto se si considera che hanno quasi tutte sede nel Nord Italia e, più precisamente, a Milano (sede operativa o sede legale). Nel centro Italia ve ne sono 16 mentre per il Sud Italia, sono solo 5. Un'assurda sproporzione che riflette le differenze di investimenti ed infrastrutture tecnologiche nel nostro paese.

L'età media di chi si occupa della creazione e gestione di questi portali è molto bassa: poco più di 38 anni di età, prevalentemente uomini laureati (81%) con formazione economica o ingegneristica, rispettivamente 32 e 12%.



Sempre dall'analisi svolta da Università Cattolica, più della metà dei fondatori svolgono altre attività oltre alla gestione della piattaforma (67%) e i fondatori della piattaforma sono, in genere, parenti o amici.

Quasi tutte le società che si occupano di *crowdfunding* hanno scelto la forma della società a responsabilità limitata; in rari casi, invece, si è optato per la scelta della società per azioni.

Il *trend* è senz'altro positivo ed il legislatore italiano è, fino a questo momento, all'avanguardia. La recente modifica di semplificazione procedurale permetterà senz'altro un ulteriore incremento dell'utilizzo di questo utilissimo strumento tecnologico per la raccolta di capitale. Nonostante ciò, prima di poter esprimere un giudizio sull'effettiva efficacia di questo strumento, bisognerà senz'altro attendere la reazione del mercato italiano di qui ai prossimi anni posto che, nel panorama anglosassone, il *crowdfunding* costituisce un ormai consolidato strumento di raccolta del capitale di rischio e di investimento.

*Franco Pizzabiocca – f.pizzabiocca@lascalaw.com*

