

## Articoli e saggi

# Equity crowdfunding e s.r.l. aperte. Un cambio di paradigma nel nostro ordinamento

Giuseppe Antonio Policaro

SOMMARIO: 1. Il *crowdfunding* in Italia ed il suo sviluppo. – 2. L'*equity crowdfunding* nel nostro Paese: il legame iniziale con le start-up innovative e la successiva apertura alle s.r.l.-PMI. – 3. L'emissione di quote fornite di diritti diversi e le conseguenti deroghe al diritto societario. – 4. Gli accresciuti poteri della Consob conseguenti all'allargamento del novero delle società emittenti che possono negoziare partecipazioni sui portali online. – 5. Il Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali online – 5.1. I soggetti autorizzati a gestire il portale online e le tutele per gli investitori. – 5.2. La funzionalità del portale di *equity crowdfunding*. – 5.3. Una necessaria implementazione di sistemi idonei allo smobilizzo degli investimenti effettuati per il tramite di portali online. – 6. Considerazioni conclusive.

### 1. *Il crowdfunding in Italia ed il suo sviluppo*

Il *crowdfunding* ricopre in Italia un ruolo sempre più importante quale canale alternativo di finanziamento alle piccole e medie imprese (PMI)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Come è noto, le piccole-medie imprese sono tali (secondo le definizioni della UE) se con meno di 250 dipendenti, un valore di ricavi inferiore a 50 milioni di euro ed attivo inferiore a 43 milioni di euro. Cfr., al riguardo, art. 2, paragrafo 1, lettera f), primo alinea del Regolamento (UE) n. 2017/1129 del 14 giugno 2017. Il *crowdfunding* è invece descrivibile come il processo con cui più persone conferiscono somme di denaro per il tramite di un portale *internet* – senza quindi l'ausilio dei consueti intermediari – al fine di finanziare un progetto imprenditoriale o altre iniziative in una moltitudine di settori (immobiliare, artistico, culturale, scientifico, altruistico), ricevendo in cambio, sperabilmente, un utile o, comunque, un riconoscimento. Secondo J.C. De Martin, *Crowdfunding, «Le collette per il rilancio»*, in *La Stampa*, 27.7.2013, il termine è stato coniato nel 2006 da Michael Sullivan con il lancio della piattaforma *Fundavolg* (incubatore di progetti legati a videoblog), piattaforma che prevedeva la possibilità di elargire donazioni online. Il *crowdfunding* è quindi un fenomeno relativamente recente che vede la sua nascita verso la fine degli anni duemila, grazie alla comparsa di piattaforme informatiche in cui gli investitori possono visualizzare, in un unico luogo di incontro, diverse iniziative finanziabili. In definitiva, a fronte di una «mediazione», le piattaforme garantiscono visibilità a diverse iniziative imprenditoriali e non, con l'indicazione di un *plafond* da raggiungere e del termine entro il quale far pervenire le offerte di finanziamento. Cfr. A. Pavan, *Il Crowdfunding, cambia il tradizionale modo di fare impresa*, Padova, 2018, 7.

La complessità (ed il successo) del fenomeno è corroborato dalle tipologie in cui può essere spiegato e classificato<sup>2</sup>: traendo ispirazione dal contesto finanziario americano (focalizzato, come è noto, *in primis* sul fattore remunerativo) è possibile individuare quattro principali varianti: il *donation-based crowdfunding*, il *reward-based crowdfunding*, il *lending-based crowdfunding*, e, infine, l'*equity-based crowdfunding*, ai nostri fini maggiormente interessante<sup>3</sup>.

La prima forma di raccolta individuata è precipuamente impiegata a scopi filantropici; a fronte delle risorse versate tramite la piattaforma non è prevista alcuna forma di remunerazione, potendosi quindi ricondurre – sul piano giuridico – ad un contratto di donazione. Il riconoscimento ricercato dall'investitore è quindi prettamente morale e simbolico<sup>4</sup>. Non di rado, tramite tali piattaforme, sono proposte più opzioni per effettuare beneficenza, mettendo a confronto – o comunque offrendo più possibilità di scelta – diverse cause sociali da sostenere<sup>5</sup>.

Lo schema del *reward-based crowdfunding* è invece caratterizzato dalla raccolta di fondi a fronte di uno scambio o con l'obiettivo di perseguire una ricompensa (*reward*) correlata all'ammontare della medesima offerta. Nel primo caso non sembrano potersi rinvenire particolari aspetti innovativi in tale strumento, trattandosi sostanzialmente di una forma di prevendita classificabile tra i contratti aventi ad oggetto beni futuri e dove non è prevista alcuna forma di finanziamento all'im-

<sup>2</sup> Lo sviluppo del *crowdfunding* ha peraltro suscitato l'attenzione anche della Commissione dell'Unione Europea, che lo ha richiamato nel *Libro Verde «Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea»*, COM (2013) 150, par. 3.4, 19 ss., realizzando altresì un'indagine conoscitiva mediante una consultazione ancora oggi presente e rinvenibile in [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2013/crowdfunding/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/crowdfunding/index_en.htm).

<sup>3</sup> Tra coloro che hanno provato ad individuare talune classificazioni del fenomeno oggetto di analisi si segnalano, in Italia, E. Fregonara, *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Milano, 2013, 92 ss.; A. Laudonio, *La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale - Rivista telematica*, 2014, 1, 2 ss.; M. Pinto, *L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal Decreto Crescita*, in *Società*, 7, 2013, 819; V. Manzi, *Il fenomeno del crowdfunding e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di F. Capriglione, Milano, 2013, 394; P. Alvisi, *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, 3, 2 ss.; G. Quaranta, *Crowdfunding. Il finanziamento della folla, o dei "folli"?* in *Dir. Econ. Imp.*, 2016, 5, 241 ss.; A. Ottolia, *L'equity crowdfunding tra incentivi al recepimento del capitale di rischio per start up innovative e responsabilità*, in *Diritto delle banche e dei mercati finanziari*, 2014, I, 40 ss.; N. De Luca, S.L. Furnari, A. Gentile, voce *Equity crowdfunding*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale. Aggiornamento*, Torino, 2017, 159. Nella letteratura straniera cfr., *ex alias*, E. Burkett, *A crowdfunding exemption? Online investment crowdfunding and U.S. securities regulation*, in *Transactions Tenn. J. Bus. L.*, 2011, Vol. 13, 1, 66 ss.; A.A. Schwartz, *Crowdfunding securities*, in *Notre Dame L. Rev.*, 2012, Vol. 88, 3, p. 1459 ss.; J.M. Heminway, S.R. Hoffman, *Proceed at your peril: crowdfunding and the Securities Act of 1933*, in *Tenn. L. Rev.*, 2011, Vol. 78, 4, 881; C.S. Bradford, *Crowdfunding and the federal securities laws*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2012, 1, 10 ss.

<sup>4</sup> Il *donation-based crowdfunding* altro non è, quindi, che una forma di *fundraising* a fini morali. Per ulteriori approfondimenti al riguardo si rinvia a A. Laudonio, *op. cit.*, 2 ss.

<sup>5</sup> In Italia le piattaforme più famose che adottano il *donation-based* sono *IoDono* e *Shinynote*. La prima ha lo scopo di supportare le organizzazioni *no-profit* attraverso la creazione e lo sviluppo di campagne di *fundraising* dedicate. La seconda, invece, è un *social network* che consente la pubblicazione di biografie personali, eventualmente sostenute da donazioni per mezzo della medesima piattaforma. Cfr. A. Pavan, *op. cit.*, 24.

presa che usufruisce del portale<sup>6</sup>. La seconda ipotesi di *reward-based crowdfunding*, invece, sembrerebbe più affine allo schema dell'associazione in partecipazione, permettendo a chi investe nella società – pur senza divenire proprietario di quote sociali o di titoli di debito – di partecipare in vario modo agli utili prodotti<sup>7</sup>.

Soprattutto se declinato in questa ultima fattispecie, il *reward-based crowdfunding* rappresenta il modello più conosciuto ed utilizzato. Si evidenzia, infatti, come tale schema – nel caso in cui si volessero utilizzare piattaforme *internet* – fosse l'unico consentito negli Stati Uniti d'America prima dell'emanazione, nell'anno 2012, del *Jumpstart Our Business Startups*, disposizione con il quale fu introdotto e reso legale quello dell'*equity-based crowdfunding*<sup>8</sup>.

Proseguendo nell'analisi, si sottolinea come il *lending-based crowdfunding* si caratterizzi, invece, per la raccolta di risorse finanziarie al fine di erogare credito ai richiedenti, individuati sempre tramite la piattaforma<sup>9</sup>. Tale schema può prevedere sia una forma di mediazione effettuata dal gestore del sito *internet* con potenziali finanziatori e prenditori<sup>10</sup>, sia una in cui lo stesso gestore svolga attività di intermediazione bancaria, provvedendo cioè ad impiegare le somme raccolte tra i prenditori, valutandone il rischio e la remuneratività. In entrambi i casi i margini economici delle operazioni derivano da congrue richieste di interessi a fronte delle risorse prestate<sup>11</sup>.

---

<sup>6</sup> La mancanza di innovatività di tale schema è peraltro corroborata dal fatto che svariati meccanismi di prevendita online esistevano già da diverso tempo prima che il *crowdfunding* prendesse piede. In tale sistema, inoltre e soprattutto, non sono presenti opzioni che consentano acquisti di partecipazioni nelle società sollecitanti.

<sup>7</sup> Si veda A. Laudonio, *op. cit.*, 3, il quale ben sottolinea come «nella maggior parte delle piattaforme che seguono questo modello operativo non è previsto un obbligo di restituzione della somma originariamente versata, il che impedisce che si possa assimilare il contratto tra sostenitore e beneficiario ad un mutuo parziario (eventualmente di scopo)».

<sup>8</sup> Vietato, fino ad allora, dalla sezione IV del *Securities Act* del 1933 e dal *Securities Exchange Act* del 1934. La normativa del 2012, integrata di recente dalla disciplina di rango regolamentare, emanata dalla SEC il 30 ottobre del 2015 dopo un lunga fase di pubblica consultazione, ha quindi introdotto la fattispecie dell'offerta al pubblico di *equity*, esonerando le piattaforme online emittenti dal rispetto di taluni vincoli altrimenti necessari per gli altri soggetti finanziari vigilati dalla SEC. Più nello specifico, ed in sintesi, detta riforma è caratterizzata da quattro direttrici di intervento: 1) è prevista un'eccezione agli obblighi di registrazione presso la SEC per le offerte di *securities* inferiori ad un milione di dollari in un anno realizzata da un *broker* o da un *funding portal* (sec. 302(a)); 2) un *funding portal* conosce un generale regime di esenzione rispetto agli obblighi di registrazione previsti per gli altri intermediari e per i *broker* (sec. 304) e nello svolgimento della sua attività deve presentare un'articolata serie di informazioni (tra cui anche quelle predisposte dall'emittente) agli investitori ed alla SEC, oltre ad effettuare dei penetranti controlli sull'emittente e su vari suoi esponenti per ridurre il rischio di frodi (sec. 302(b)); 3) l'emittente deve trasmettere alla SEC, agli intermediari ed agli investitori una notevole mole di informazioni esponendola anche a specifiche responsabilità; 4) le *securities* emesse sono soggette ad un divieto di circolazione (salve limitate esenzioni). Sul tema, cfr. E. Fregonara, *Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*, cit., 18.

<sup>9</sup> Viene, anche per tale motivazione, denominato sia *debt-based crowdfunding*, sia *peer-to-peer lending*.

<sup>10</sup> Al termine della fase di raccolta delle promesse di mutuo, i promittenti mutuatari saranno messi in contatto con i potenziali mutuatari, versando loro le somme che hanno scelto di concedere.

<sup>11</sup> Sono peraltro presenti, quantomeno all'estero, architetture più complesse, nelle quali si prevede a favore dei mutuatari l'emissione di titoli qualificabili come «di debito»; tali operazioni sono solitamente gestite

Quantomeno in Italia, il modello del *lending-based crowdfunding* è precipuamente utilizzato per operazioni di «micro-finanza», ovvero di servizi finanziari offerti a clientela generalmente con basso grado di solvibilità (e per questo con tassi di rendimento spesso più elevati rispetto alla media degli altri finanziamenti bancari)<sup>12</sup>. Tali piattaforme – inoltre ed ai sensi del nuovo art. 100-ter, comma 1-ter, TUF<sup>13</sup> – possono altresì proporre obbligazioni o titoli di debito, sebbene in modo riservato e nei limiti stabiliti dal codice civile, agli investitori professionali nonché a particolari categorie degli stessi eventualmente individuate dalla Consob<sup>14</sup>.

Da ultimo, attraverso l'*equity-based crowdfunding*, si consente ai *crowdfunders* di entrare a far parte della compagine societaria degli emittenti, effettuando i relativi conferimenti (in caso di un aumento di capitale a servizio) o acquistando partecipazioni già esistenti (ipotesi, quest'ultima, decisamente più rara nella prassi). Attraverso la piattaforma online, a tali investitori è generalmente illustrato il genere di attività imprenditoriale che si intende intraprendere e sono fornite altre informazioni rilevanti (societarie, patrimoniali, finanziarie) che consentano di adottare una scelta d'investimento consapevole.

Tra tutte le forme di *crowdfunding*, l'*equity crowdfunding* rappresenta il più interessante, consentendo attraverso portali online specificamente autorizzati da Consob, di acquistare azioni o quote di società di capitali in un contesto regolato e controllato<sup>15</sup>.

La disciplina dell'*equity crowdfunding*, introdotta in Italia nel 2012, ha subito negli anni diverse modifiche, variandone caratteristiche e peculiarità in modo significativo: obiettivo precipuo è stato (ed è tutt'ora) quello di sviluppare anche nel nostro Paese un sistema normativo in grado di favorire la capitalizzazione – e il finanziamento – delle piccole-medie imprese (PMI) anche da parte delle entità non bancarie.

---

attraverso società veicolo costituite volta per volta dal gestore della piattaforma, secondo un meccanismo assimilabile alla cartolarizzazione. Cfr. A. Laudonio, *op. cit.*, 4.

<sup>12</sup> Al riguardo, uno dei portali più efficienti in Italia e che si pone lo scopo di diversificare il rischio per i prestatori è Prestiamoci.it: i suoi investitori vedranno infatti suddiviso quanto messo a disposizione in piattaforma online in piccole quote di 50 euro per ogni intervento nei confronti dei richiedenti selezionati. Cfr. A. Pavan, *op. cit.*, 30. Per maggiori approfondimenti si rinvia, in ogni caso, a E. Macchiavello, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, 1, 63 ss.; Id., *Peer-to-peer lending and the “democratization” of credit markets: another financial innovation puzzling regulators*, in *Columbia Journal of European Law*, 2015, 21, 3, 521 ss.

<sup>13</sup> Tali novità sono state apportate dalla Legge n. 145 del 30 dicembre 2018 (c.d. Legge Finanziaria 2019). Si tratta di un'importante apertura a forme di raccolta diverse dall'*equity crowdfunding* con l'intento di favorire, anche in Italia, uno strumento che in considerazione dell'oggetto e delle categorie di investitori potrebbe definirsi come «*debt crowdfunding*».

<sup>14</sup> Tali proposte dovranno in ogni caso essere presentate in una sezione del portale dedicata e diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio.

<sup>15</sup> Si sottolinea come in assenza di una specifica cornice normativa comunitaria, la regolamentazione dell'*equity crowdfunding* sembrerebbe non coordinarsi pienamente con talune categorie giuridiche tipiche del diritto dei mercati finanziari, tra cui in particolare quelle dei servizi d'investimento e dell'offerta al pubblico. Cfr. A. Portolano, *Le modifiche alla normativa in materia di equity crowdfunding*, in *Riv. dir. banc., approfondimenti*, 2018, 2, 5 ss.

D'altro canto, oggigiorno il sistema bancario italiano incontra sempre più difficoltà ad erogare prestiti alle PMI, sia per la presenza di crediti in sofferenza ormai non più sostenibili nei bilanci delle stesse banche, sia per regole più stringenti in ordine ai requisiti patrimoniali richiesti – che di fatto sono una conseguenza del primo aspetto – tra cui sottolineare quelle relative all'accordo meglio conosciuto come Basilea III<sup>16</sup>.

È quindi naturale conseguenza che il legislatore (su impulso del sistema finanziario) aspiri a rendere maggiormente funzionale il mercato del credito e lo sviluppo di quello dei capitali, in particolare, e come si è richiamato, a favore delle PMI; la disciplina in materia di *equity crowdfunding*, presente sia nel Testo Unico della Finanza che, soprattutto, nel Regolamento Consob n. 18592/2013<sup>17</sup>, rappresenta senza dubbio uno degli strumenti idonei a fronteggiare tale aspetto problematico. Da questo punto di vista, infatti, la disciplina richiamata intende l'*equity crowdfunding* quale forma di finanziamento alternativo, in particolare tramite apporto di capitali a beneficio di imprese in fase di start-up o comunque caratterizzate da elevato rischio operativo, imprese da considerarsi come difficilmente finanziabili dai tradizionali canali bancari. In tale contesto, gli investitori interessati a tali (micro) investimenti saranno rappresentati perlopiù da soggetti non attratti dalla gestione o comunque ad una certa attività operativa presso la società emittente, prediligendo quindi l'assegnazione di categorie di quote o azioni privilegiate sotto il profilo patrimoniale e, generalmente, rinunciando a taluni diritti amministrativi.

## 2. *L'equity crowdfunding nel nostro Paese: il legame iniziale con le start-up innovative e la successiva apertura alle s.r.l.-PMI*

L'Italia è il primo Paese in Europa ad essersi dotato di una normativa specifica e organica sul *crowdfundig*, purtuttavia dedicata solo alla negoziazione di partecipazioni sociali (*equity-based*). Si tratta di un modello complesso ed introdotto per la prima volta nel 2012 tramite il c.d «Decreto crescita 2.0», recante «Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese»<sup>18</sup> e reso successivamente operativo per mezzo di regolamenti emanati dalla Consob.

---

<sup>16</sup> Il Comitato di Basilea sulla vigilanza bancaria ha recentemente approvato all'unanimità la revisione degli *standard* di liquidità, volta ad assicurare che il *Liquid coverage ratio* (LCR) sia introdotto «senza creare scossoni all'organizzazione dei sistemi bancari nel finanziamento delle attività economiche». In particolare, è stato stabilito che Basilea 3 entrerà in vigore a scaglioni, evitando così un'ulteriore stretta al credito. Sui nuovi requisiti disciplinati da Basilea III, cfr. A. Sironi, *Le proposte di Basilea 3 per la riforma del sistema di adeguatezza patrimoniale: un'analisi critica*, in *Bancaria*, 2010, III, 18 ss.; per consultare gli *standard* stabiliti v., *Basel Committee on Banking Supervision, The response to the financial crisis: report to the G20*, 19 ottobre 2010; *Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, versione originale del 16 dicembre 2010 successivamente revisionata il 1° giugno 2011, entrambi presenti sul sito [www.bis.org/bcbs/publications](http://www.bis.org/bcbs/publications).

<sup>17</sup> Le cui ultime modifiche sono state apportate da Consob con la delibera n. 20264 del 17 gennaio 2018.

<sup>18</sup> Ovverosia il D.L. 179/2012 convertito, con modificazioni, nella Legge 221/2012.

I momenti antecedenti l'emanazione della disciplina si sono rivelati però complessi, posto che le Istituzioni europee avevano richiamato l'Italia in quanto non adeguatamente attiva in ordine agli sforzi effettuati per favorire l'innovazione nel settore economico-finanziario. È infatti del 10 luglio 2012 la raccomandazione con la quale il Consiglio dei Ministri dell'Unione Europea chiedeva al nostro Paese di «adottare ulteriori misure per combattere la disoccupazione giovanile [...] anche attraverso incentivi per l'avvio di nuove imprese [...]»; e quella con cui veniva invitato a «semplificare ulteriormente il quadro normativo per le imprese e rafforzare la capacità amministrativa; migliorare l'accesso agli strumenti finanziari, in particolare al capitale, per finanziare le imprese in crescita e l'innovazione [...]»<sup>19</sup>.

Come risposta (anche) a tali sollecitazioni il Governo italiano presentò il c.d. Rapporto «*Restart Italia! Perché dobbiamo ripartire dai giovani, dall'innovazione, dalla nuova impresa*», divulgato il 13 settembre 2012, ove tra le misure proposte si ribadiva che in ordine al fenomeno dell'*equity crowdfunding* dovesse prevedersi «una procedura di autorizzazione semplice, basata su chiare garanzie da parte di chi voglia aprire queste piattaforme online dedicate alla raccolta di capitale, creando meccanismi di trasparenza ed informazione»<sup>20</sup>.

Il già richiamato «Decreto crescita 2.0» aveva quindi come obiettivo – in conseguenza anche dei richiami europei – di rendere l'Italia un Paese capace di generare innovazione tecnologica: è quindi in tale solco che è stata disciplinata la c.d. start-up innovativa, ovvero una società con oggetto sociale rivolto allo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico<sup>21</sup>.

<sup>19</sup> Cfr. EU Council, *Council Recommendation of 10 July 2012 on the National Reform Programme 2012 of Italy and delivering a Council opinion on the Stability Programme of Italy 2012-2015* (2012/C 219/14), in *Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea*, C 219, *Comunicazioni e Informazioni*, 22 luglio 2012, 51 ss.

<sup>20</sup> Si veda p. 78 del citato Rapporto.

<sup>21</sup> In seguito alle modifiche operate dai vari interventi legislativi, l'art. 25, comma 2, D.L. 18.10.2012 n. 179 definisce oggi la start-up innovativa come una «società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione». Sempre in base al succitato articolo, la start-up innovativa è tale se in possesso dei seguenti requisiti: sono di nuova costituzione o comunque sono state costituite da meno di 5 anni (in ogni caso non prima del 18 dicembre 2012); hanno sede principale in Italia, o in altro Paese membro dell'Unione Europea o in Stati aderenti all'accordo sullo Spazio Economico Europeo, purché abbiano una sede produttiva o una filiale in Italia; presentano un valore annuo della produzione inferiore a 5 milioni di euro; non distribuiscono e non hanno distribuito utili; come *supra* richiamato, hanno come oggetto sociale esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico; non sono costituite da fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda; infine, il contenuto innovativo dell'impresa – ai sensi dell'art. 25, comma 2°, lett. h). D.L. 179/2012 è identificato con il possesso di almeno uno dei tre seguenti criteri: 1. una quota pari al 15% del valore maggiore tra fatturato e costi annui è ascrivibile ad attività di ricerca e sviluppo; 2. la forza lavoro complessiva è costituita per almeno 1/3 da dottorandi, dottori di ricerca o ricercatori, oppure per almeno 2/3 da soci o collaboratori a qualsiasi titolo in possesso di laurea magistrale; 3. l'impresa è titolare, depositaria o licenziataria di un brevetto registrato (privativa industriale) oppure titolare di programma per elaboratore originario registrato. In ogni caso, lungi dall'essere statica, la *policy* sulle start-up innovative è stata interessata negli ultimi anni da diversi



Tra i numerosi vantaggi concessi a tali tipologie di società sono da sottolinearsi, in particolare, le agevolazioni predisposte per la fase di costituzione ed avvio, gli incentivi riservati agli investimenti e le pregnanti deroghe di favore relative al diritto societario e fallimentare<sup>22</sup>, le facilitazioni previste in materia giuslavorista e, per quel che in questo elaborato rileva, la possibilità di raccogliere capitali di rischio online tramite piattaforme di *equity-based crowdfunding*<sup>23</sup>.

Tali elementi, per certi versi dirimpenti, hanno portato ad oltrepassare alcuni steccati ritenuti fino ad allora invalicabili nel nostro ordinamento societa-

---

interventi di modifica e miglioramento: provvedimenti quali il D.L. 28 giugno 2013, n. 76, noto come «Decreto Lavoro», il D.L. 24 gennaio 2015, n. 3, noto come «*Investment Compact*», e la Legge 11 dicembre 2016, n. 232 (la Legge di bilancio 2017), hanno affinato e ampliato l'offerta di strumenti agevolativi previsti dal «Decreto Crescita 2.0». Ulteriori misure – non riconducibili al nucleo originario relativo alle start-up innovative – sono inoltre state approvate al fine di efficientare la disciplina relativa all'imprenditorialità innovativa: tra queste va sottolineato in particolare il varo del Piano Nazionale Industria 4.0, documento il cui *focus* si allarga anche al più vasto panorama delle politiche nazionali per l'innovazione. Sulle *start up* e P.M.I. innovative, nonché sulle P.M.I. in forma di s.r.l. cfr. P. Spada, M. Maltoni, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2013, 579 ss.; E. Fregonara, *La start up innovativa*, cit., 15 ss. G. Marasa', *Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative prima e dopo la l. n. 99/2013 di conversione del d.l. n. 76/2013*, in *Società*, 2013, 1095 ss.; O. Cagnasso, *Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (dalla "nuova" alla "nuovissima" s.r.l.)*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 5/2014, 9 ss.; M. Cossu, *Le start up innovative in forma di società a responsabilità limitata. Profili privatistici*, in *Società, banche, crisi d'impresa*. Liber amicorum Pietro Abbadessa, 2, Torino, 2014, 1715 ss.; P. Benazzo, *La s.r.l. start up innovativa*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2014, 101 ss.; M. Cian, *Le start up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, *ibid.*, 2014, 1178 ss.; Id., *Società start up innovative e P.M.I. Innovative*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 969 ss.; in *I modelli d'impresa societaria tra tradizione e innovazione nel contesto europeo* a cura di P. Montalenti, Milano, 2016, p. 89 ss.; M. Cossu, *Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione italiana recente*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, 448 ss.; A. Bollettinari, *Le novità previste dal d. l. 3/2015: l'introduzione delle "piccole e medie imprese innovative" e la modifica della disciplina della "start up innovativa"*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2015, 4, 43 ss.; S. Guizzardi, *L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 549 ss.; N. De Luca, *Crowdfunding e quote dematerializzate di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civili comm.*, 2016, 1 ss.; G. Visentini, *Appunti sulle nuove regole per il finanziamento delle P.M.I. e start up innovative*, in *Regole e mercato* a cura di M. Rispoli Farina, A. Sciarone Alibrandi, E. Tonelli, II, Torino, 2017, 274 ss.; C. Limatola, *Passaggi generazionali e posizioni di governo nella s.r.l.*, Torino, 2017, 233 ss.; P. Benazzo, voce *Start up e P.M.I. Innovative*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale. Aggiornamento*, Torino, 2017, 467 ss.; L. De Angelis, *La s.r.l. cent'anni dopo, una società à la carte*, in *Società*, 2018, 684 ss.; E. Desana, *L'impresa fra tradizioni e innovazione*, Torino, 2018, 166 ss.; C. A. Busi, *Applicabili nelle srl molte norme delle spa: le regole nei nuovi atti costitutivi*, in *Società e Contratti, Bilancio e Revisione*, 2018, n. 1, 6 ss.; n. 2, 6 ss.; N. Abriani, *Struttura finanziaria, assetti proprietari e assetti organizzativi della società a responsabilità limitata P.M.I. "Que reste-t-il della s.r.l.?"*, relazione presentata al IX Convegno Annuale dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale, Roma, 23-24 febbraio 2018; O. Cagnasso, *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito delle società P.M.I.*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2018, 915 ss.; si veda, inoltre, anche *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, Studio n. 101-2018/I approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 19 aprile 2018 del Consiglio Nazionale del Notariato.

<sup>22</sup> L'iscrizione delle start-up innovative ai sensi dell'art. 31 del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179 nel Registro delle Imprese in un'apposita sezione speciale comporta che le stesse non sono soggette a procedure concorsuali diverse dalla composizione della crisi da sovraindebitamento.

<sup>23</sup> Cfr., in particolare in ordine ai profili legali favorevoli nel contesto dell'*equity crowdfunding*, V. Santoro, E. Tonelli, *Equity Crowdfunding ed imprenditorialità innovativa*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, 24; M.L. Passador, *Crowdfunding: tra profili di adeguatezza ed appropriatezza e profili di applicabilità all'aumento di capitale*, in *Banca Imp. Soc.*, 2015, 287 ss.

rio tra cui, principalmente, una certa rigidità del capitale sociale, nonché il superamento di alcune tutele sul piano informativo a protezione degli investitori<sup>24</sup>.

È comunque con il D. L. 24 gennaio 2015, n. 3 (c.d. «*Investment Compact*»), che il legislatore, enfatizzando la rilevanza delle imprese tecnologiche quale causa di accresciuta produttività industriale, allarga la platea delle imprese «autorizzate» a raccogliere capitali tramite portali online alle c.d. «piccole e medie imprese innovative»<sup>25</sup>. Purtuttavia, come è stato evidenziato anche dalla Consob<sup>26</sup>, tale estensione non ha raggiunto gli obiettivi sperati in termini di aumento del numero degli offerenti, data la difficoltà per le imprese di rispettare i requisiti soggettivi – legati al carattere di innovatività – previsti dalla normativa<sup>27</sup>.

Per tale motivo – e comunque a conclusione di un *iter* che non può che definirsi virtuoso – con l'art. 1, comma 70, Legge 9 dicembre 2016, n. 2611 (c.d. Legge di Bilancio 2017) viene ulteriormente modificato il tessuto legislativo, concedendo ai portali di *equity crowdfunding* di negoziare anche partecipazioni di PMI<sup>28</sup>, oltre che delle c.d. imprese sociali<sup>29</sup>.

<sup>24</sup> Cfr. G.D. Mosco, *Aspetti giuridici del crowdfunding*, Roma, 2013, 4 ss. In generale, si è comunque assistito ad una rivisitazione in termini meno rigorosi del ruolo (in particolare di garanzia) del capitale sociale nelle s.r.l., testimoniato, tra l'altro, anche dalla possibilità di costituire società con capitale ridotto. Sul tema, *ex multis*, v. Cfr. G. Ferri Jr., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, 741 ss.; A. Paciello, *La funzione normativa del capitale nominale*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 15 ss.; E. Ginevra, *Formazione del capitale sociale nella costituzione della s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2007, 112 ss.; M. Miola, *La tutela dei creditori ed il capitale sociale, realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2012, 261 ss.

<sup>25</sup> In particolare, ai sensi dell'art. 4, D.L. 24 gennaio 2015, n. 3, i requisiti di innovatività sono stabiliti nel possesso di almeno due dei tre requisiti alternativi relativi alle start-up innovative di cui all'art. 25, comma 2°, lett. h). D.L. 179/2012, ma con delle soglie inferiori rispetto a quanto previsto per queste ultime. Si sottolinea, inoltre, come oltre alle piccole e medie imprese innovative anche gli OICR e le società che investono prevalentemente in start-up innovative sono tra i soggetti a cui è dato accesso alle piattaforme di *equity crowdfunding* in ordine alla negoziazione delle partecipazioni. Si sottolinea, ancora, come sempre nel solco di tali semplificazioni, il decreto MISE, 17 febbraio 2016, in attuazione dell'art. 4, comma 10°(gradi) *bis*, Decreto *Investment Compact*, abbia introdotto la possibilità di costituire una *start up* innovativa s.r.l. con firma digitale e con un modello di atto costitutivo e statuto *standard* per mezzo di una procedura online – e quindi senza intervento del notaio – in deroga all'art. 2463 c.c.

<sup>26</sup> Cfr. documento recante gli esiti della consultazione (12 luglio 2013) relativa alla revisione del Regolamento n. 18592 del 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali, p. 2.

<sup>27</sup> Tali requisiti sono previsti dal D.L. n. 3 del 2015. Tra questi, a titolo esemplificativo, è compreso il raggiungimento di un volume di spesa in ricerca, sviluppo e innovazione in misura uguale o superiore al 3 per cento della maggiore entità fra costo e valore totale della produzione della PMI innovativa.

<sup>28</sup> Nel comma richiamato, infatti, tali portali sono deputati alla raccolta «di capitali per delle PMI», divenendo quindi «piattaforme online che hanno come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle PMI come definite dalla disciplina dell'Unione europea e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società che investono prevalentemente in PMI». Di conseguenza viene sostituita la parola «PMI» alle parole «*start-up* innovative e PMI innovative» nel disposto dell'art. 50-*quinquies*, TUF, nonché nell'intitolazione del capo III-*quater* del TUF.

<sup>29</sup> Ai sensi dell'art. 1, comma 5-*duodecies*, TUF, per «imprese sociali» si intendono le imprese costituite ai sensi del decreto legislativo di cui all'articolo 1, comma 2, lettera c), della Legge 6 giugno 2016, n. 106 (cui si rimanda), aventi forma di società di capitali o di società cooperative.



### 3. *L'emissione di quote fornite di diritti diversi e le conseguenti deroghe al diritto societario*

Nel solco delle innovazioni legislative testé richiamate, il D.L. 24 aprile 2017, n. 50, convertito dalla Legge del 21 giugno 2017, n. 96, contenente misure urgenti per lo sviluppo, al primo comma dell'art. 57, denominato «Attrazione per gli investimenti», prevede che: «*all'articolo 26, commi 2, 5 e 6, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, le parole: "start-up innovative" e "start-up innovativa", ovunque ricorrono, sono sostituite dalla seguente: PMI*».

Con tale disposizione viene quindi consentito anche alle s.r.l. rientranti tra PMI – analogamente a quanto previsto per le s.r.l. *start up* innovative e per le PMI innovative – di creare categorie di quote, offrirle al pubblico anche attraverso il *crowdfunding*<sup>30</sup>, nonché di acquistare proprie partecipazioni nell'ottica della formulazione di piani di incentivazione<sup>31</sup>.

Le nuove regole riguardano quindi le s.r.l. qualificabili come PMI, ovvero sia – ai sensi del comma 5-*novies* dell'art. 1 del TUF, che rinvia per la definizione all'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), del regolamento (UE) 2017/1129 – le imprese che soddisfano almeno due dei seguenti criteri: a) meno di 250 dipen-

---

<sup>30</sup> Sul *crowdfunding* in Italia, con particolare attenzione alle innovazioni apportate negli anni e fino all'apertura alla PMI, v., in particolare, I. Capelli, *Brevissime considerazioni sull'equity based crowdfunding*, in *Riv. dir. bancario*, 2014, 1 ss.; A. Ottolia, *L'equity crowdfunding tra incentivi al recepimento del capitale di rischio per start up innovative e responsabilità*, cit., 2014, I, 40 ss.; M. L. Vitali, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, 371 ss.; G. Ferrarini, *I costi dell'informazione societaria per le P.M.I.: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, 3, Torino, 2014, 2077 ss., ivi 2089 ss.; A. Guacero, *La start up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, I, Milano, 245 ss.; E. Fregonara, *L'"equity based crowdfunding": un nuovo modello di finanziamento per le "start up" innovative*, in *Giur. it.*, 2016, 2287 ss.; F. Accettella, N. Cioc, *Emittente e portale nelle equity-based crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 237 ss.; N. De Luca, S.L. Furnari, A. Gentile, voce *Equity crowdfunding*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale. Aggiornamento*, Torino, 2017, 159 ss.; A. Giannelli, A. Matino, *Offerte al pubblico di prodotti finanziari*, in P. Sfameni, A. Giannelli, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, 3ª ediz., Milano, 2018, 339 ss.; G.A. Policaro, *Lo sviluppo in Italia dell'equity crowdfunding. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti*, in *Osservatorio Dir. Civ. e Comm.*, 2019, 1, 67 ss. In ordine all'esperienza tedesca v. L. Klöhn, L. Hornuf, T. Schilling, *The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, 767 ss.

<sup>31</sup> Si veda, al riguardo, O. Cagnasso, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. P.M.I.*, in *NDS-Il Nuovo diritto delle Società*, 2018, 11, 168 ss.; M. Campobasso, *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, 138 ss. Si sottolinea, inoltre, come alle sole società qualificate come *start up* innovative, incubatori qualificati di *start up* innovative e PMI innovative sia consentito di emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci (artt. 25, 26 D.L. 18-10-2012, n. 179, conv. con Legge 221/2012 e art. 4, D.L. 24-1-2015, n. 3, conv. in Legge 33/2015).

denti; b) fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro; c) totale dello stato patrimoniale di bilancio non superiore a 43 milioni di euro<sup>32</sup>.

Posto quindi che le PMI rappresentano il maggior numero delle s.r.l. nel nostro Paese, appare evidente come tale disposizione apra importanti opportunità ad un numero cospicuo di società, con effetti potenzialmente poderosi per l'intero sistema economico<sup>33</sup>.

In ogni caso, le deroghe previste per le s.r.l.-PMI (indipendentemente dall'essere quindi innovative) sono nello specifico così sintetizzabili:

- a) L'atto costitutivo della piccola e media impresa avente forma di società a responsabilità limitata può creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, commi secondo e terzo, c.c.<sup>34</sup>. Prima di tali emissioni dovrà essere modificato lo statuto della PMI, nel quale oltre alle categorie richiamate dovrà essere anche previsto il diritto di recesso dalla società<sup>35</sup>;

<sup>32</sup> Sulla rilevanza del dato dimensionale nella disciplina societaria mi sia consentito di rinviare a O. Cagnasso, *Tipi societari, categorie, "varianti" e la rilevanza delle dimensioni dell'impresa. Il "caso" del bilancio in forma abbreviata*, in *Giur. it.*, 2016, 2527 ss.

<sup>33</sup> In Italia, infatti, la quasi totalità delle PMI (4.043.032, il 95,2%) è costituita da imprese con meno di 10 addetti (tra cui il 93% risulta a gestione familiare). Il resto è formato da imprese che impiegano da 10 a 49 addetti (174.613 unità, pari al 4,2%), mentre le imprese di dimensione più grande (da 50 a 249 addetti) sono appena 20.795, ossia lo 0,4% del totale. Si veda *Annuario statistico italiano 2018 Istat*, 487, su <https://www.istat.it/it/files/2018/12/C14.pdf>.

<sup>34</sup> Con l'attribuzione di diritti particolari a singoli soci, ex art. 2468, co. 3, c.c. si potranno quindi prevedere quote privilegiate, ossia dotate di diritti ultraproportionali o comunque eccedenti quelli spettanti alle rimanenti quote, piuttosto che depotenziate, cioè dotate di diritti sottoproportionali, o addirittura prive di certe prerogative ordinarie. Si sottolinea, al riguardo, come il trasferimento delle quote depotenziate non appaia soggetto a limiti: la quota può circolare liberamente (sempre che non sussistano vincoli statutari al riguardo), e anche a seguito della circolazione non ne modifica o perde le prerogative. Ciò non accade, invece, a seguito di circolazione della quota privilegiata: essa è infatti soggetta a limitazioni dirette al singolo socio o all'attivazione di contrappesi, sempre che lo statuto non preveda diversamente. In assenza di diverse disposizioni statutarie, è infatti richiesta l'unanimità dei consensi dei soci, ai sensi dell'art. 2468, comma 4, c.c. in ipotesi si voglia trasferire come quota privilegiata, cioè se si vuole conseguire l'attribuzione del medesimo diritto particolare all'acquirente. Se invece l'atto costitutivo prevede deroghe al disposto dell'art. 2468, comma 4, c.c., il vincolo si converte nell'automatica attribuzione a ciascuno degli altri soci del diritto di recesso. Sul tema si veda, M. Cian, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. Soc.*, 2018, 4, 823 ss.; G. Palmieri, *Principio di proporzionalità, diritti particolari dei soci e autonomia statutaria nella s.r.l.*, in *Riv. Soc.*, 2012, 877 ss.; L.A. Bianchi, A. Feller, *Art. 2468, in Società a responsabilità limitata*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P.G. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, sub art. 2468, 335; M. Cavanna, *Partecipazione e "diritti particolari" dei soci*, in *Le nuove s.r.l.*, diretto da M. Sarale, Bologna, 2008, 157 ss. Sul diritto di recesso in ipotesi di modifica del diritto particolare v., *Studio n. 138-2011/I della Commissione studi d'impresa del Consiglio nazionale del notariato* (R. Guglielmo, M. Silva, *I diritti particolari del socio. Vicende della partecipazione tra regole legali ed autonomia statutaria*, in *CNN - Studi e materiali*, 2011, 4, 1299 ss.).

<sup>35</sup> L'obbligo di vigilanza su questi aspetti compete direttamente alla società che gestisce il portale, cui spetta anche la verifica della pubblicazione di eventuali patti parasociali sul sito *internet* dell'emittente.

- b) in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, comma primo, c.c., le quote di partecipazione in piccole e medie imprese 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<sup>36</sup>;
- c) nelle piccole e medie imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata, il divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni stabilito dall'art. 2474 c.c. non trova applicazione qualora l'operazione sia compiuta in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo.

In particolare, a seguito delle possibilità di offrire al pubblico prodotti finanziari da parte della s.r.l. tramite portali online (la deroga di cui all'art. 2468, comma 1, c.c.), è altresì consentito alle medesime società l'emissione di categorie di quote plurime, fornite di ampi e diversi diritti, nonché con contenuto liberamente determinabile<sup>37</sup>, anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, commi 2 e 3, c.c. La locuzione prodotti finanziari, richiamata all'art. 26, comma 5, D.L. 179/2012, è peraltro da intendersi solo con riferimento a tali categorie di quote, non dovendosi estendere ad altri titoli o strumenti finanziari, preclusi alle s.r.l.<sup>38</sup>

Proprio per tali motivazioni, la società che voglia offrire le proprie partecipazioni sulla piattaforma online dovrà quindi preventivamente approvare una delibera di aumento del capitale sociale a pagamento. Quest'ultima dovrà peraltro consentire che l'aumento corrisponda ad un importo pari alle sottoscrizioni raccolte, nell'ambito di limiti inferiori e superiori precedentemente assegnati<sup>39</sup>: lo stesso – sia che si tratti di s.p.a. per le start-up innovative, che di s.r.l. – potrà esse-

---

<sup>36</sup> Si evidenzia, infatti, che l'art. 100-ter, co. 1-bis, del TUF (analogo alla prima versione dell'art. 26, comma 5, D.L. 179/2012, che però naturalmente faceva riferimento alle sole start-up innovative) prevede che: «in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione in piccole e medie imprese 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, nei limiti previsti dal presente decreto».

<sup>37</sup> Seppure con taluni limiti imposti dalla legge: l'art. 26, co. 2, D.L. n. 179/2012, nella sua versione attuale (sostanzialmente identica a quella originaria, se non per l'ambito di applicazione soggettivo) recita: «l'atto costitutivo della PMI costituita in forma di società a responsabilità limitata può creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, commi secondo e terzo, del codice civile».

<sup>38</sup> I prodotti finanziari, in questa ipotesi sono quindi da definirsi quali «forma di investimento di natura finanziaria», ai sensi dell'art. 1, co. 1, lett. u) del TUF). In ogni caso, le quote delle s.r.l. negoziate dalle piattaforme online non sono da intendersi quali elementi della categoria degli strumenti finanziari, così come avviene per i titoli azionari. Al riguardo, si sottolinea come la Consob abbia confermato tale prospettazione nel documento di consultazione relativo alla revisione del regolamento pubblicato il 6 luglio 2017, ove viene evidenziato come il comma 1-bis dell'art. 100-ter del TUF abbia «la funzione di consentire a tutte le PMI costituite in forma di s.r.l. di offrire al pubblico come prodotti finanziari le relative quote sociali [...]».

<sup>39</sup> Ovviamente i versamenti effettuati dagli investitori verranno restituiti in ipotesi non venga raggiunto l'ammontare stabilito di capitale minimo richiesto.

re previsto anche come scindibile, ovvero con efficacia progressiva al raggiungimento di determinate *tranches* di raccolta. In siffatto contesto verrà peraltro meno il diritto di opzione da parte dei soci «storici», tendenzialmente non interessati ad ulteriori partecipazioni «pagate» – solitamente è così – con rilevanti sovrapprezzi e prive convenzionalmente di importanti diritti amministrativi.

Si sottolinea, inoltre, come appaiano evidenti i problemi di coordinamento con le altre regole previste dal diritto societario, posto in particolare l'indeterminatezza del numero dei soci e del capitale che potrà essere sottoscritto e versato, quantomeno prima dell'offerta delle partecipazioni sul portale di *equity crowdfunding*. Gli interventi richiamati sembrano peraltro in grado, almeno in parte, di modificare la stessa essenza delle s.r.l., avvicinandone il modello proprio a quello delle società per azioni. Il legislatore, infatti, pur tenendo conto che la disciplina propria delle s.r.l. di diritto comune si fonda sul presupposto del carattere chiuso della compagine sociale, consente in caso di offerte di quote fornite di diritti diversi di addivenire ad una società aperta; viene cioè consentito di derogare a regole che in un contesto chiuso appaiono inderogabili<sup>40</sup>.

In definitiva, oggi accanto alle s.p.a. chiuse o aperte si possono riscontrare anche s.r.l. chiuse o aperte.

Sebbene con alcune differenze: la s.p.a. aperta deve infatti superare determinate soglie, mentre la s.r.l. aperta può non superarle<sup>41</sup>. Il legislatore ha quindi previsto le PMI aperte nel contesto non solo della s.p.a., ma anche della s.r.l., tipo funzionale alla società chiusa. Non ha però introdotto nell'ordinamento alcuna disciplina esclusivamente riconducibile al carattere aperto di queste ultime, elemento problematico che meglio si analizzerà nel prosieguo.

Tuttavia, ciò che appare dirompente è la possibilità che le deroghe citate – a seguito di interpretazione letterale delle modificazioni introdotte dal D.L. 24 aprile 2017, n. 50, convertito dalla Legge del 21 giugno 2017, n. 96 – siano previste non solo per le s.r.l. che accedono alle piattaforme di *equity crowdfunding* o comunque attive nei mercati dei capitali di rischio, ma in generale a tutte le s.r.l., purché non superino le dimensioni che individuano le PMI.

Come è stato osservato, infatti, le stesse clausole richiamate nel modello *standard* di s.r.l. start-up innovativa prevedono che le deroghe al diritto societario (ed in particolare la creazione di quote con diritti diversi) non siano espressamente legate al carattere «effettivamente» aperto della società, bastando la configurazione dello statuto sociale ai sensi dell'art. 26 D.L. 179/2012: le stesse s.r.l. chiuse (o, meglio, solo potenzialmente aperte) rientranti tra le PMI ben potranno,

---

<sup>40</sup> Così O. Cagnasso, *Imprese innovative e nuove fonti di finanziamento - start-up e p.m.i. innovative: inquadramento*, in *Giur. It.*, 2016, 10, 2288.

<sup>41</sup> Cfr. O. Cagnasso, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. P.M.I.*, cit., 170 ss.

quindi, «sfruttare» le possibilità richiamate, non solo creando categorie di quote con differente contenuto senza collegarle necessariamente al carattere aperto della società, ma anche acquisendo partecipazioni proprie laddove intendano, ad esempio, attuare piani di incentivazione a favore di dipendenti, amministratori, prestatori di opere e servizi anche professionali<sup>42</sup>.

Ad ogni modo, a seguito delle discipline introdotte vengono ad assottigliarsi le differenze tra le s.r.l.-PMI e le s.p.a., avvicinando le prime alle seconde. Si tratta di un «avvicinamento» rilevante ma non completo, posto che – almeno questo ritengo – allo stato non siano ancora superati i tratti distintivi tra le due tipologie societarie e, in particolare, quelle fra azioni e quote: queste ultime, per quanto ora collocabili in diverse categorie, non potranno in ogni caso corrispondere ai titoli azionari, né tantomeno da questi essere sostituite<sup>43</sup>.

#### 4. *Gli accresciuti poteri della Consob conseguenti all'allargamento del novero delle società emittenti che possono negoziare partecipazioni sui portali online*

Come si è sottolineato, sono numerosi gli interventi susseguitisi nel tempo riguardo alla disciplina dell'*equity crowdfunding* in Italia, sebbene – anche questo lo si è più volte richiamato – la più importante è rappresentata dall'allargamento dei soggetti cui è consentito offrire quote o azioni del proprio capitale di rischio tramite le piattaforme online.

Si è trattato, infatti, di un percorso per certi aspetti necessario al consolidamento, anche reputazionale, di un mercato che rischiava di rimanere compreso e avviluppato su di sé, negando in un primo momento ai *players* economici di scegliere di finanziare progetti meritevoli che non avessero carattere innovativo. Mercato nel quale gli investitori debbono avere la facoltà di investire, quantomeno all'inizio, anche in imprese incentrate su *business* più tradizionali (probabilmente meno rischiosi), o comunque proposti da imprese più strutturate delle start-up innovative<sup>44</sup>.

D'altro canto, l'obiettivo di favorire lo sviluppo delle PMI tramite la diffusione dello strumento dell'*equity crowdfunding* non poteva non essere accompagnato anche

<sup>42</sup> Cfr. O. Cagnasso, *op. ult. cit.*, 170 ss. In questo ultimo caso è comunque previsto il diritto di recesso da parte dei soci dissenzienti: esso potrà peraltro risultare utile alle società aperte, consentendo la creazione di una sorta di «embrione» di mercato secondario delle partecipazioni.

<sup>43</sup> Rimane peraltro la possibilità che le stesse s.r.l., pur usufruendo, ad esempio, dei servizi prestati dai portali di *equity crowdfunding*, offrano al pubblico quote partecipative ordinarie, identiche a quelle già emesse a favore dei soci fondatori. Le stesse potrebbero inoltre offrire partecipazioni unitarie di valore nominale diverso. Cfr. A. Guacero, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, 699 ss.

<sup>44</sup> Cfr. G. Cucchiarato, *L'equity crowdfunding dopo la Legge di Stabilità 2017*, in *Riv. dir. banc., approfondimenti*, 2016, 12, 6.

da altre misure necessarie di carattere sistemico. Tra queste giova ricordare (a) l'ampliamento del novero dei c.d. gestori di diritto alle SGR, SICAF e SICAV, seppur limitatamente all'offerta sui portali di quote o azioni di OICR che investono prevalentemente in PMI<sup>45</sup>; (b) l'estensione a tutte le PMI in forma di s.r.l. del meccanismo semplificato di circolazione delle quote previsto dai commi 2-*bis* e ss. dell'art. 100-*ter* del TUF, nonché (c) l'abrogazione dell'obbligo per gli intermediari di intestare le quote detenute per conto dei sottoscrittori (o degli acquirenti) direttamente a questi ultimi, trascorsi due anni della perdita di qualifica di start-up innovativa<sup>46</sup>.

Sempre nel medesimo solco, l'ampliamento del «bacino di utenza» del *crowdfunding* ha inoltre richiesto un rafforzamento – quantomeno in teoria – delle regole a tutela degli investitori.

In tal senso, il legislatore ha ritenuto quindi necessario incrementare i poteri di controllo della Consob sull'attività delle piattaforme online, conferendole, in particolare, il potere di convocare gli amministratori, i sindaci, ed il personale dei gestori dei portali iscritti nell'apposito registro (art. 50 -*quinquies*, comma 6, TUF).

In linea con questa esigenza, la medesima Autorità ha altresì modificato il regime sanzionatorio previsto nel Regolamento n. 18592 del 2013, il tutto in modo da renderlo più flessibile. Sono infatti state riviste – ed ampliate – le situazioni e le fattispecie per cui la Consob può disporre autoritativamente – anche in via cautelare – la sospensione dell'attività del portale di *equity crowdfunding*<sup>47</sup>.

---

<sup>45</sup> Si veda l'art. 50-*quinquies*, comma 2, TUF.

<sup>46</sup> È stato a questo proposito abrogato il comma 2-*quinquies* dell'art. 50-*quinquies* del TUF.

<sup>47</sup> Si veda, al riguardo, gli artt. 22 e 23 del Regolamento Consob n. 18592 del 2013. In particolare, si evidenzia che, prima dell'ultima modifica del medesimo Regolamento, i provvedimenti cautelari potevano essere disposti dalla Consob soltanto in caso di gravi elementi idonei a far presumere la violazione di una disposizione atta a dar luogo alla radiazione dal registro. Con le modifiche al regime sanzionatorio, invece, tali provvedimenti possono essere adottati già in ipotesi in cui vi siano elementi sufficienti a far presumere una violazione per la quale è prevista la semplice sospensione dal registro. Cfr., *ex alias*, G.A. Policaro, *Lo sviluppo in Italia dell'equity crowdfunding. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirimenti*, in *Osservatorio dir. civ. comm.*, 2019, n. 1, 67 ss.



## 5. *Il Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali online*

### 5.1. *I soggetti autorizzati a gestire il portale online e le tutele per gli investitori*

Si è detto, quindi, di come in Italia l'unica disciplina prevista per le piattaforme online di *crowdfunding* sia rinvenibile nel «Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali online», adottato con la delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e successive modificazioni<sup>48</sup>.

Dedicato alle sole piattaforme di *equity crowdfunding*, regola lo scambio di partecipazioni di start-up innovative, PMI (innovative e non), imprese sociali, OICR<sup>49</sup>, nonché di altre società di capitali che investono prevalentemente in PMI<sup>50</sup>.

Ai sensi dell'art. 50-*quinquies*, comma 2, TUF, la gestione dei portali di *equity crowdfunding* è riservata «alle SIM, alle imprese di investimento UE, alle imprese di Paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, ai gestori di cui all'articolo 1, comma 1, lettera q-*bis*), limitatamente all'offerta di quote o azioni di OICR che investono prevalentemente in piccole e medie imprese e alle banche, autorizzati ai relativi servizi di investimento, nonché ai soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche, SIM, imprese di investimento UE e imprese di paesi terzi diverse dalle banche, e gli ordini riguardanti azioni o quote degli OICR ai relativi gestori».

In definitiva il primo gruppo (c.d. gestori di diritto) racchiude sostanzialmente tutti gli intermediari istituzionali che non necessitano di altre autorizzazioni, mentre il secondo (c.d. gestori autorizzati) ricomprende gli altri gestori

<sup>48</sup> Pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 162 del 12 luglio 2013.

<sup>49</sup> Il collocamento online del capitale di una società veicolo di investimento specializzato può consentire la ripartizione del rischio su più progetti, nonché l'investimento di maggiore liquidità, posto che le quote di OICR sono correntemente scambiate nel mercato.

<sup>50</sup> È lo stesso TUF a demandare alla Consob la costituzione e la tenuta di un apposito registro dei portali online: l'art. 50-*quinquies*, infatti, mediante i commi 1 e 2, prevede l'istituzione di un apposito registro ove annotare i nominativi di coloro che intendano gestire un portale per la raccolta di capitale, sia si tratti di gestori di diritto, che autorizzati dalla medesima Autorità. Sempre, l'art. 50-*quinquies*, TUF, mediante il comma 5, demanda alla Consob il compito di approvare «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». È infine l'art. 100-*ter*, comma 2°, TUF ad attribuire all'Autorità il compito di deliberare «la disciplina applicabile alle offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali, al fine di assicurare la sottoscrizione da parte di investitori professionali o particolari categorie di investitori dalla stessa individuate di una quota degli strumenti finanziari offerti [...] e di tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali nel caso in cui i soci di controllo della piccola e media impresa o dell'impresa sociale cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta».

non istituzionali che necessitano dell'autorizzazione da parte della Consob. Tutti i gestori, sia del primo che del secondo gruppo, debbono comunque essere inseriti in due apposite sezioni, quella speciale (di diritto) e quella ordinaria (autorizzati), del registro istituito presso la Consob ai sensi dall'art. 4 del Regolamento.

L'iscrizione nel registro è comunque subordinata al ricorrere dei requisiti previsti dal comma 3 del già citato art. 50-*quinquies* TUF, sia per i soggetti autorizzati, che per quelli di diritto<sup>51</sup>.

In aggiunta, a garanzia degli investitori, è prevista come condizione per l'iscrizione al registro l'adesione ad «un sistema di indennizzo a tutela degli investitori» ovvero che stipolino «un'assicurazione di responsabilità professionale che garantisca una protezione equivalente alla clientela, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento»<sup>52</sup>, oltre che il rispetto dei requisiti di onorabilità e professionalità da parte dei soggetti deputati all'amministrazione, alla direzione ed al controllo della società<sup>53</sup>.

Per quanto riguarda l'assicurazione professionale prevista per i gestori dei portali deve sottolinearsi che la Consob – adeguandosi ai principi sottesi alla MiFID II che richiede coperture assicurative tenendo conto anche del profilo di rischio dell'operatore – ha previsto un massimale per l'importo totale delle richieste di indennizzo pari a 1.000.000 di Euro per i portali che effettuano in proprio la valutazione di adeguatezza degli investitori e di 500.000 di Euro per quelli

<sup>51</sup> Tra questi giova sottolineare che la società deve essere costituita in forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa e la sede legale e amministrativa o, per i soggetti europei, la stabile organizzazione, deve essere ubicata in territorio italiano. L'oggetto sociale, inoltre, deve essere conforme all'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali, essendo peraltro vietato raccomandare o consigliare i prodotti finanziari proposti. La piattaforma appare infatti quale mero strumento espositivo delle campagne proposte, una sorta di vetrina virtuale, senza sollecitazioni o preferenze per uno tra i diversi progetti esposti. Al riguardo, cfr. F. Accetella, N. Ciocca, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. Comm.*, 2017, 2, 242 ss.

<sup>52</sup> Cfr. art. 7-*bis*, comma 2 del Regolamento Consob e la lettera e-*bis*, comma 3, dell'art. 50-*quinquies* TUF (recentemente introdotta dall'art. 2 del D.Lgs. n. 129 del 3 agosto 2017). Si tratta, nello specifico, di tutele per l'investitore in ordine ad eventuali danni cagionati dalla piattaforma online quali, ad esempio, quelli causati da azioni dolose dei suoi dipendenti piuttosto che derivanti dal non corretto funzionamento dei sistemi di sicurezza del medesimo.

<sup>53</sup> Cfr. artt. 8 e 9 del Regolamento Consob. I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo di un gestore, oltre al rispetto dei criteri di onorabilità, devono altresì rispondere a determinati parametri di professionalità e competenza. Le figure apicali dovranno essere scelte tra coloro che hanno maturato un'esperienza complessiva di almeno un biennio nell'esercizio di attività di amministrazione e controllo ovvero compiti direttivi presso imprese, attività professionali in materia attinente al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo, attività di insegnamento universitario in materie giuridiche o economiche, infine funzioni amministrative o dirigenziali presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo ovvero presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni, di altri settori, ma con funzioni che comportino la gestione di risorse economico finanziarie. Si sottolinea, ancora, come possano far parte dell'organo che svolge funzioni di amministrazione – seppure in ruoli non esecutivi – anche soggetti che abbiano maturato una comprovata esperienza lavorativa, di insegnamento ovvero di ricerca, per almeno un biennio, nei settori industriale, informatico o tecnico-scientifico, a elevato contenuto innovativo, purché la maggioranza dei componenti possieda i requisiti per primi richiamati e validi per ogni intermediario finanziario.

che affidano tale verifica ai soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini, come definiti nella nuova lett. *e-bis*) dell'art. 2, co. 1, del Regolamento (in questo caso responsabili per le medesime valutazioni)<sup>54</sup>.

Ancora, l'assolvimento dell'obbligo di dotarsi dell'assicurazione di responsabilità professionale ha comunque un risvolto positivo anche per i medesimi gestori autorizzati, costituendo infatti elemento atto a far scattare l'esenzione (facoltativa) dall'applicazione degli obblighi richiamati dalla direttiva MiFID II.

Si sottolinea, infine, come siano riconosciuti all'investitore non professionale una serie di strumenti di protezione, mutuati dal sistema del TUF: ci si riferisce, in particolare, al diritto di revocare (entro il termine di sette giorni dalla conoscenza dei fatti) la propria adesione qualora vengano riportate informazioni errate su sito web, piuttosto che in ipotesi sopravvenga un elemento idoneo ad influire sulla decisione di investimento tra il momento di adesione all'offerta e quello in cui essa sia chiusa<sup>55</sup>.

## 5.2. *La funzionalità del portale di equity crowdfunding*

A seguito dei passaggi propedeutici richiamati<sup>56</sup>, le offerte potranno essere pubblicate sul sito del portale, nel quale dovranno essere presentate descrizioni della società, piani economici e schede informative impostate secondo il modello fornito nel Regolamento Consob. Le offerte al pubblico, inoltre, non potranno riguardare prodotti finanziari per un corrispettivo nel complesso pari o superiore a quello che, determinato dalla Consob, esclude l'applicazione delle norme sulle

---

<sup>54</sup> La facoltà di scelta è prevista dall'art. 13, co. 5-*bis* e 5-*ter*, del Regolamento, in conseguenza del quale il gestore autorizzato – se in possesso dei requisiti organizzativi necessari – può effettuare direttamente le verifiche utili alla valutazione dell'operazione (c.d. *opt-in*), indipendentemente dal valore della stessa. Cfr. E. Fregonara, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur.it.*, 2016, 10, 2297 ss. Si sottolinea, inoltre, come il Fondo Nazionale di Garanzia (ai sensi dell'art. 5, co. 1, del D.M. n. 485/1997) offra comunque una copertura di ammontare massimo di 20.000 Euro per ogni richiesta di indennizzo.

<sup>55</sup> Cfr. art. 25 Regolamento Consob; E. Fregonara, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, cit., 2299.

<sup>56</sup> La verifica obbligatoria e preliminare in merito alla sussistenza, in capo all'offerente, dei requisiti richiesti dal Regolamento Consob, potrà ad esempio essere svolta anche con l'aiuto di organi esterni alla società che gestisce il portale (ad esempio consulenti o università convenzionate). Tali verifiche non potranno prescindere, tra l'altro, da approfondimenti sulla fattibilità economica dell'operazione che si intende presentare, nonché da quelle di natura tecnico-operativa, legate anche al perfezionamento delle operazioni di sottoscrizione. In ogni caso il gestore dovrà verificare lo statuto o l'atto costitutivo dell'emittente, ove dovranno essere presenti clausole relative al diritto di recesso dalla società ovvero al diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni, nonché le relative modalità e condizioni di esercizio nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano direttamente o indirettamente il controllo a terzi, in favore degli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori, posto che tali diritti debbono essere riconosciuti per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta (c.d. *tag-along* a durata limitata). L'offerente dovrà inoltre verificare, come già richiamato, la pubblicazione di eventuali patti parasociali nel sito *internet* della società.

offerte pubbliche del TUF ai sensi del suo art. 100, comma 1, lett. c), limite che per il regolamento emittenti è oggi di 5 milioni di euro<sup>57</sup>.

Ad ogni modo, per poter aderire all'offerta l'investitore dovrà semplicemente effettuare un bonifico in favore di un conto destinato ed indisponibile (non è possibile sottoscrivere strumenti finanziari ad esempio conferendo beni), costituito appositamente per ogni operazione; il patrimonio dell'offerente e i fondi raccolti rimarranno infatti separati fino alla chiusura dell'offerta (che dovrà raggiungere un determinato ammontare prestabilito) e, solo allora, l'investitore assumerà la qualità di socio.

Si deve tuttavia evidenziare come, ai sensi di quanto previsto dall'art. 24 del Regolamento Consob, ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale, è necessario che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali<sup>58</sup> o da fondazioni bancarie o da incubatori di start-up innovative previsti all'articolo 25, comma 5, D.L. 179/2012 o, ancora, da investitori a supporto delle piccole e medie imprese aventi un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a cinquecentomila euro ed in possesso dei requisiti di onorabilità previsti dall'articolo 8, comma 1, Regolamento Consob<sup>59</sup>. La soglia è però ridotta 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.

Tale percentuale, seppur ridotta, ha come obiettivo quello di garantire la bontà dell'operazione presentata, posta l'esperienza e la conoscenza dei settori finanziari e tecnologici dei soggetti richiamati.

---

<sup>57</sup> Si osserva come l'ammontare complessivo superiore a 5 milioni di euro risulti significativamente maggiore del milione di dollari posto quale soglia massima dal *Jobs Act* nell'ordinamento statunitense.

<sup>58</sup> Ai sensi del comma 2, art. 24, del Regolamento Consob, il cliente professionale è tenuto a trasmettere su richiesta al gestore un'attestazione rilasciata dall'intermediario di cui è cliente, dalla quale risulta la classificazione quale cliente professionale.

<sup>59</sup> Gli investitori a supporto delle piccole e medie imprese devono inoltre possedere almeno uno dei seguenti requisiti: a) 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; b) aver ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in piccole e medie imprese diverse dalla società offerente. Si rileva, al riguardo, come ai fini dell'accertamento della qualità di investitore a supporto delle piccole e medie imprese, il soggetto interessato sia tenuto a presentare al gestore una serie di documenti: a) una o più dichiarazioni rilasciate da banche o imprese di investimento da cui risulta che il valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, è superiore a cinquecento mila euro; b) le certificazioni attestanti l'insussistenza di una delle situazioni di cui all'articolo 8, comma 1 ovvero la dichiarazione sostitutiva di atto notorio/certificazione resa ai sensi degli articoli 46 e 47 del decreto del Presidente della Repubblica 28 dicembre 2000, n. 445; c) le visure camerali attestanti le cariche di amministratore di piccole e medie imprese e le relative deleghe; d) per ciascuna operazione, la certificazione della piccola e media impresa che attesti gli investimenti effettuati nell'ultimo biennio.

Invero, e come è stato osservato, ha forse senso chiedersi perché investitori professionali, fondazioni bancarie e gli altri soggetti di cui si è dato conto dovrebbero essere interessati ad investire in entità ridotte, generalmente oggetto dell'attenzione di fondi di *Venture Capital* o di *Business Angels*<sup>60</sup>. Non è infatti da sottovalutare il rischio di legare troppo le piattaforme di *equity crowdfunding* al canale bancario (peraltro, e come visto, già di supporto alla piattaforma online per la gestione dei conti correnti utilizzati per la raccolta delle offerte), lo stesso canale bancario dal quale, quantomeno teoricamente, ci si vorrebbe affrancare.

### 5.3. *Una necessaria implementazione di sistemi idonei allo smobilizzo degli investimenti effettuati per il tramite di portali online*

Tra i temi di maggiore interesse in ordine alla disciplina analizzata merita sottolinearsi come non sia prevista – quantomeno in modo diretto – una *exit strategy* per chi abbia investito in partecipazioni sulla piattaforma online. Posto infatti che le partecipazioni non sono negoziabili su mercati organizzati, è forte il rischio che l'investitore rimanga prigioniero dell'investimento, poiché non in condizione di individuare altri acquirenti interessati<sup>61</sup>.

Tuttavia, in assenza di un mercato organizzato per lo scambio delle partecipazioni precedentemente negoziate online, è opportuno che vengano proposte alcune soluzioni al fine di facilitare, in ogni caso, l'uscita dall'investimento.

Come è stato osservato, la società offerente potrebbe ad esempio favorire – sempre tramite il portale online – una vetrina virtuale tra gli investitori (*blog*) in modo che i medesimi investitori possano scambiarsi informazioni ed eventualmente agevolare la compravendita dei propri prodotti finanziari<sup>62</sup>. Sempre che la società emittente non riuscisse a crescere al tal punto da poter essere quotata in borsa, con ovvie facilitazioni in ordine alla smobilizzazione degli investimenti, soprattutto in ipotesi abbiano nel frattempo creato valore<sup>63</sup>.

---

<sup>60</sup> Si veda U. Piattelli, *Il crowdfunding in Italia*, Torino, 2013, 88; E. Fregonara, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, cit., 2300 ss.; G.A. Policaro, *Lo sviluppo in Italia dell'equity crowdfunding*, cit., 73 ss.

<sup>61</sup> Cfr. N. De Luca, *Crowdfunding e quote "dematerializzate" di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2016, 10 ss.

<sup>62</sup> Cfr. E. Fregonara, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, cit., 2301. In tal modo, peraltro, l'attività oggetto di analisi non verrebbe a configurarsi quale attività di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione, che rientra tra le attività di investimento di cui alla Sezione A dell'Allegato 1 al TUF, la cui prestazione è riservata dallo stesso Testo Unico alle imprese di investimento, alle banche autorizzate e ai gestori di mercati regolamentati.

<sup>63</sup> *Ibidem*.

Tale approccio sembrerebbe peraltro condiviso anche nel «Documento di Consultazione» emesso dalla Consob il 20 giugno 2019 con l'obiettivo di apportare talune modifiche al regolamento n. 18952 del 26 giugno 2013: predisposto con l'obiettivo di dare attuazione a quanto previsto dall'art. 1, comma 236 della Legge di bilancio 2019 (Legge 30 dicembre 2018 n. 145)<sup>64</sup>, prospetta la possibilità di mettere a disposizione degli investitori specifiche funzionalità informatiche – distinte dal portale attraverso il quale sono promosse le offerte primarie – consistenti in una bacheca web, nella quale esporre le manifestazioni di interesse alla compravendita di quote o azioni di società che abbiano completato con successo una campagna di *crowdfunding*, anche se effettuate su portali diversi da quello associato alla stessa bacheca web<sup>65</sup>.

Il modello descritto risulta peraltro molto simile a quello già implementato in altri Stati membri dell'Unione europea, ove, come evidenziato dall'ESMA, l'operatività dei gestori di portali di *crowdfunding* registra lo sviluppo di «*bulletin board where those looking to sell or buy can indicate interest or indicate that they might try to help someone wishing to liquidate their investment to find a buyer*»<sup>66</sup>.

Un'altra modalità al fine di favorire il processo di trasferimento delle partecipazioni potrebbe infine essere ottenuta, sulla base di quanto previsto dall'art. 100-ter TUF, tramite il contributo operativo delle società fiduciarie, qualora le stesse partecipazioni acquisite siano intestate a queste ultime. Infatti, la fiduciaria – nel rispetto delle note forme di pubblicità ed assumendo la titolarità della partecipazione per conto degli investitori – ben potrà cedere ad altro soggetto interessato le quote come semplice atto interno di trasferimento, sempre a condizione che anche l'acquirente dia mandato alla fiduciaria<sup>67</sup>.

<sup>64</sup> Si tratta, come è noto, della possibilità di consentire ai portali online anche la «raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni e strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese».

<sup>65</sup> Nello specifico, gli utenti dovrebbero essere messi in condizione di pubblicare manifestazioni di interesse in acquisto o in vendita, riportando la quantità di azioni o quote. I soggetti potenzialmente interessati all'annuncio potrebbero, conseguentemente, reperire i contatti telefonici o l'indirizzo e-mail dell'offerente, utilizzando un apposito *link* reso disponibile sulla pagina della bacheca. Il contatto tra i soggetti avverrebbe al di fuori della piattaforma, così come l'eventuale perfezionamento del contratto avverrebbe a seguito di una trattativa bilaterale tra i due soggetti che non coinvolgerebbe il gestore del portale. Lo stesso gestore non avrebbe dunque alcuna evidenza di eventuali trattative né dell'eventuale finalizzazione delle stesse.

<sup>66</sup> Cfr. CONSOB, *Modifiche al Regolamento n. 18952 del 26 giugno 2013 sulla raccolta dei capitali di rischio tramite portali on-line*. Documento di Consultazione emesso il 20 giugno 2019, p. 12. Si sottolinea, inoltre, come la Commissione europea abbia pubblicato nel marzo 2018 una proposta di Regolamento sui fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, volta a favorire la promozione delle offerte *cross border* su portali online all'interno dell'Unione europea. Al riguardo, la proposta prevede che i gestori di portale possano implementare un *bulletin board*, a condizione che informino i propri clienti che la transazione deve avvenire al di fuori della piattaforma e che la stessa non opera come una *trading venue*.

<sup>67</sup> In definitiva, con una semplice istruzione trasmessa alla fiduciaria da parte dell'acquirente e del cedente si evitano le forme di pubblicità dell'atto di trasferimento, in quanto la titolarità della partecipazione rimane in capo alla fiduciaria che provvederà al trasferimento interno mediante una semplice scrittura nell'ambito



Appare peraltro evidente che, qualora anche la fiduciaria disponga di portali e servizi online – magari in convenzione con la stessa piattaforma di *equity crowdfunding* – tale processo risulterà ancora più agevole per il cliente, che potrà disporre con le medesime modalità (via web) sia l'intestazione che la cessione/acquisizione della partecipazione.

In definitiva, al fine di mitigare il rischio illiquidità degli investimenti, è ipotizzabile la creazione di un *marketplace* dedicato all'interno della piattaforma informatica nel quale sia consentito mettere in vendita o acquistare quote ed azioni in maniera rapida e riservata.

A condizione che tale impostazione non venga superata da qualche intervento normativo interpretativo: vi è infatti chi si è interrogato se le quote dematerializzate nelle modalità richiamate possano contribuire a «superare» la stessa configurazione tipologica delle s.r.l. PMI oggetto di offerta nelle piattaforme online, stante il regime di legittimazione e circolazione completamente indipendente da quello codicistico. D'altro canto, il sistema documentale previsto per l'intestazione fiduciaria risulta privo dei requisiti di accessibilità da parte di terzi, che sono invece propri della pubblicità di impresa e che giustificano – ad esempio – la tutela dell'acquirente della partecipazione in buona fede ai sensi dell'art. 2470, comma 3°, c.c.<sup>68</sup>. Ancora – ed in senso critico – vi è chi ha definito il trasferimento richiamato come «apparentemente dematerializzato», posto che, se da un lato, può comportare una riduzione degli adempimenti formali in ordine alla circolazione delle quote di talune tipologie di s.r.l., dall'altro le altre procedure e, soprattutto, le responsabilità previste per gli intermediari potrebbero rendere la semplificazione «più apparente che reale»<sup>69</sup>.

Si deve comunque sottolineare come, nell'ambito di un mandato di amministrazione di valori con intestazione, la gestione della relativa fiscalità risulti completamente in capo alla società fiduciaria, ovviamente previe istruzioni impartite dal soggetto fiduciante. L'equiparazione di trattamento fiscale tra le partecipazioni qualificate e quelle non qualificate – introdotte con la legge di bilancio 205/2017 – può peraltro tendere ad agevolare tale processo di «delega» di gestione della partecipazione: venendo meno la tassazione progressiva, infatti, sia per i redditi di capitale che per i redditi diversi la relativa imposta potrà essere applicata dal sostituto nella misura del 26% a titolo definitivo<sup>70</sup>.

---

delle proprie rubriche intestate ai fiduciari. In ogni caso, sul tema delle intestazioni fiduciarie di partecipazioni di s.r.l., v. V. De Stasio, *L'intestazione fiduciaria di quote di s.r.l.*, in *banca, borsa, tit. cred.*, 2012, 6, 626 ss.

<sup>68</sup> Cfr. M. Cian, *Le società start up innovative e PMI innovative*, in *Giur. Comm.*, 2015, 6, 982; *Id.*, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leg. civ. comm.*, 2018, 5, 1260 ss.

<sup>69</sup> In tal senso, O. Cagnasso, *Imprese innovative e nuove fonti di finanziamento*, cit., 2297.

<sup>70</sup> La prima operazione chiusa di raccolta di capitali su una piattaforma di *equity crowdfunding* con contestuale intestazione delle quote della società in raccolta a un unico soggetto fiduciario è della fine del 2017:

Sembra quindi indubbio, a parere di chi scrive e a conclusione di tali riflessioni sul tema, come questa forma di rubricazione delle quote possa in breve tempo favorire – al netto di eventuali ed ulteriori interventi normativi – lo sviluppo di un mercato secondario di prodotti finanziari delle *start up* innovative e delle PMI, propedeutico ad un'ulteriore crescita di tutto il settore dell'*equity crowdfunding*.

## 6. *Considerazioni conclusive*

Il fenomeno dell'*equity crowdfunding* comporta certamente una maggiore apertura per le piccole e medie imprese al mercato dei capitali. Si tratta di società – talvolta gestite in modo forse troppo «familiaristico» – che anche grazie a questa leva sono oggi nella condizione di crescere dimensionalmente e, quindi, di meglio competere coi concorrenti.

L'*equity crowdfunding* è però solo uno degli strumenti a disposizione delle PMI italiane, posto che il legislatore nel corso degli ultimi anni ha proposto una serie di provvedimenti volti a favorire la crescita delle stesse, anche nell'ottica di evitare che molte di queste siano condannate a patire le dimensioni dei più grandi *competitors* stranieri, magari essendo proprio da questi ultimi assimilate. Si pensi, al riguardo, al ruolo che nel nostro sistema stanno acquisendo lo sviluppo del mercato alternativo di capitale (AIM) gestito da Borsa Italiana, piuttosto che – in termini maggiormente finanziari – quello dei fondi di credito, dei *mini-bond* e dei P.I.R.

Non è peraltro da sottovalutarsi la circostanza che anche per mezzo di tali strumenti le rilevanti risorse presenti nel sistema finanziario – sempre maggiori a seguito delle politiche monetarie espansive determinate dalla BCE negli ultimi anni – possono più facilmente giungere alle imprese, favorendone gli assetti proprietari. Se tali risorse riuscissero quindi in modo più efficiente ad arrivare alle stesse, ed in particolare alle PMI – evitando di rimanere «parcheggiate» in strumenti a sostegno del solo sistema bancario o, peggio, in attività speculative non legate all'economia reale – allora tutti gli strumenti di cui si è provato a dare conto non solo riuscirebbero a colpire nel segno, ma gli stessi investitori ne avrebbero probabilmente maggiore beneficio in termini di migliori rendimenti.

Si sottolinea, ancora, come il ruolo degli strumenti digitali e tecnologici legati al mondo finanziario – ed in particolare l'*equity crowdfunding* – appaiano in grado di contribuire ad aumentare la disintermediazione dei mercati e, con-

---

si tratta del primo round di raccolta della start-up innovativa *WishRaiser* sul portale *Club Deal Online*, piattaforma autorizzata a marzo 2017 allo scopo di intermediare investimenti in *startup* e *scaleup* riservati a *high-net-worth individual* e *family office*.

seguentemente, la loro efficienza. Se poi prenderà piede, così come sembra, la gestione di *marketplaces* secondari per gli strumenti finanziari offerti dalle piattaforme di *equity crowdfunding* tramite società fiduciarie, gli stessi portali online potranno ulteriormente svilupparsi, creando sostanzialmente mercati secondari analoghi a quelli già richiamati del settore AIM.

Tutti gli aspetti di cui si è dato conto nel presente contributo sembrerebbero in definitiva prospettare un diverso approccio culturale alla finanza da parte delle nostre imprese, spingendo le stesse verso i mercati e, auspicabilmente, generando maggiore sviluppo e crescita per l'intero sistema economico italiano.

*Equity crowdfunding e s.r.l. aperte. Un cambio di paradigma nel nostro ordinamento*

In Italia sta prendendo forma un nuovo quadro normativo con l'intento di favorire il finanziamento alle piccole-medie imprese da parte di enti non bancari. Tra i tanti interventi, merita sottolineare la disciplina rivolta all'*equity crowdfunding* – presente sia nel Testo Unico della Finanza che nel Regolamento Consob n. 18592/2013 – oggi molto vantaggiosa anche per le piccole e medie imprese.

Il fenomeno rappresenta un dato positivo per il sistema economico e dimostra l'attenzione del legislatore primario (e secondario) alle istanze del settore finanziario. In questa prospettiva, non pare azzardato affermare che l'evoluzione normativa – di cui si darà conto nel presente contributo – pare aver determinato una micro-riforma nel mondo della finanza e delle società.

*Equity crowdfunding and open s.r.l. A paradigm shift in our legal system*

A new regulatory framework has begun to develop in Italy, aimed at facilitating the financing of small and medium-sized enterprises by non-banking entities. Among the many interventions, it is worth emphasizing the discipline of equity crowdfunding – present both in the T.U.F. and Consob Regulation No. 18592/2013 – today advantageous also for small and medium-sized enterprises.

The phenomenon represents a positive element for the economic system and it witnesses the attention of the primary (and secondary) legislator to the demands of the financial sector. From this perspective, it does not seem wrong to confirm that the regulatory evolution – which will be explained in the present contribution – seems to have led to a micro-reform in the world of finance and company law.