



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

ASPETTI GIURIDICI ED ECONOMICI
DEL CROWDFUNDING

LEGAL AND ECONOMIC ASPECTS OF CROWDFUNDING

Relatore:

Prof. Giuseppe Carraro Aventi

Rapporto Finale di:

Danilo Mezzanotte

Anno Accademico 2018/2019

INDICE

Introduzione.....	2
<i>Capitolo 1: Il Crowdfunding</i>	3
1.1 Origine ed evoluzione del crowdfunding	3
1.2 I modelli	5
1.2.1 Donation-based	5
1.2.2 Reward-based	6
1.2.3 Lending-based	8
1.2.4 Equity-based	9
1.3 I soggetti	12
1.3.1 Il proponente	12
1.3.2 Le piattaforme.....	13
1.3.3 I crowdfunder	14
<i>Capitolo 2: La disciplina... ..</i>	16
2.1 La normativa italiana.....	16
2.1.1 Il decreto 2.0 "Crescita-bis"(D. L. n. 179 del 18 ottobre 2012).....	16
2.1.2 La start-up innovativa.....	18
2.1.3 Il regolamento Consob	21
2.1.4 Regole di condotta	22
2.1.5 Provvedimenti cautelari e sanzionatori	24
2.1.6 Condizioni di ammissione e recesso dalle offerte	25
Conclusioni	26
Bibliografia e Sitografia.....	27-28

Introduzione

Negli ultimi anni vari fattori come instabilità economica ed innovazione tecnologica, hanno favorito lo sviluppo di nuove soluzioni di finanziamento alternative ai canali tradizionali: tra queste, il *crowdfunding* (o finanziamento della folla), presenta grandi potenzialità di sviluppo.

Attraverso questa tecnica di finanziamento che si realizza nel web, la "folla" può contribuire economicamente alla realizzazione di progetti in diversi settori; attorno ad essi si creano infatti, delle vere e proprie comunità di persone che interagiscono con i proponenti sostenendone le idee e supportandole fino alla loro realizzazione.

Il Presente lavoro si occuperà di analizzare il fenomeno individuandone le origini, i soggetti, i modelli e la disciplina, attualmente contenuta del decreto 2.0(d.l. del 18 ottobre 2012, n. 179¹ e il regolamento Consob (delibera n. 18592 del 26 giugno 2013).

¹ pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 245 del 19 ottobre 2012 – Supplemento Ordinario n. 194)

Capitolo 1: Il Crowdfunding

1.1 Origine ed evoluzione del Crowdfunding

La parola *crowdfunding* deriva dall'unione delle due parole inglesi *crowd* e *funding* che significano rispettivamente folla e finanziamento. Sostanzialmente è un finanziamento collettivo che consente a chi ha idee o progetti da realizzare o sostenere di finanziarsi mediante la raccolta dei fondi necessari da una moltitudine di persone tramite portali e siti internet.

L'elemento fondamentale per il successo dell'operazione è il coinvolgimento emotivo dei crowdfunders, i quali rispondono alla richiesta di finanziamento allo scopo di sentirsi parte di una *community*, a prescindere dal loro personale interesse.

Il *crowdfunding* è un modello di finanziamento cd. dal basso che trova applicazione in svariati settori (dal sostegno al patrimonio artistico, all'imprenditoria innovativa; dagli aiuti umanitari alla ricerca scientifica ecc.), avvalendosi del mezzo informatico nelle operazioni di raccolta fondi. Anzi, proprio la nuova generazione di servizi internet, agevolando la collaborazione online e la condivisione tra utenti, ha favorito la forte crescita del crowdfunding. Nonostante la rilevanza del web, ai fini della sua realizzazione, l'idea di raccogliere finanziamenti dalla "folla si era già realizzata nel XIX secolo quando la Statua della Libertà dalla Francia arrivò negli Stati Uniti. Poiché all'epoca

mancavano le risorse per finanziare la costruzione del piedistallo, dopo vari tentativi, peraltro non andati a buon fine, volti a raccogliere la somma necessaria l'editore J. Pulitzer si offrì di pubblicare sul suo quotidiano il nome di chiunque avesse donato somme a tale scopo indipendentemente dal loro ammontare. In appena cinque mesi vennero raccolti 102.000,00 \$ da 120.000 donatori che, nella maggior parte dei casi non avevano donato neanche un dollaro ciascuno. Sebbene internet non esistesse ancora, la strategia adottata può considerarsi come una prima forma di *Civic Crowdfunding*, in cui i cittadini finanziano tramite proprie risorse un progetto di interesse pubblico.

A partire dal 1991, l'avvento di Internet ha facilitato le campagne di raccolta online di fondi principalmente per opere di beneficenza. Successivamente, simili operazioni si sono ulteriormente evolute fino alla svolta del biennio 2010-2011, in cui innestandosi il crowdfunding su partecipazioni finanziarie, l'economia d'impresa viene svincolata dal finanziamento bancario. Questo modello di finanziamento, definito *equity crowdfunding*, ha imposto un ripensamento delle legislazioni nazionali e internazionali per il credito di impresa.

1.2 I Modelli

Il *crowdfunding* presenta una pluralità di modelli caratterizzati dal ritorno che viene corrisposto ai finanziatori. Per le imprese private, pubbliche e sociali, è possibile individuarne quattro:

1. Donation-based
2. Reward-based
3. Lending-based
4. Equity-based

La classificazione si basa sul tipo di scambio tra il creator, ovvero colui che presenta e propone la propria idea per ottenerne il finanziamento e il crowdfunder cioè il soggetto finanziatore. A fronte del proprio contributo economico, quest'ultimo può ottenere un beneficio di natura materiale o immateriale, tuttavia la relazione che si crea con il creator non necessariamente si basa su uno scambio. Accanto agli elencati modelli (tradizionali) è possibile individuarne di nuovi, quali il *Civic Crowdfunding* e i modelli ibridi, in cui si combinano tra loro più schemi di finanziamento.

1.2.1 Donation-based

Questo modello, considerato come una forma iniziale di crowdfunding si basa sul principio della donazione e quindi su una causa di liberalità, dal momento che il finanziamento è finalizzato a sostenere un progetto senza un ritorno tangibile per

il finanziatore. L'esempio per eccellenza di questo modello è la beneficenza: in cui non sono previsti limiti minimi di investimento da raggiungere e i cui obiettivi non devono essere troppo ambiziosi per non scoraggiare i donatori². Attualmente tra le più importanti piattaforme che utilizzano il modello di donation-based possono annoverarsi l'americana "Go Found Me" e l'italiana "Rete Del Dono".

1.2.2 Reward-based

Questa modalità di crowdfunding consiste nella raccolta di finanziamenti via web con riconoscimento di un beneficio a favore del finanziatore sotto forma di premio. I premi sono forniti dal *crowdfunder* e sono di valore economico inferiore alla donazione, così da permettere il perseguimento del progetto: potrebbe trattarsi di uno sconto su acquisto di prodotti, di un oggetto realizzato tramite le donazioni oppure di un semplice riconoscimento. Difficilmente la ricompensa è di tipo finanziario³. Il modello *reward-based* può essere distinto in tre sotto-modelli in base al tipo di controprestazione che si intende offrire al finanziatore:

² Questo modello è rivolto alla realizzazione di progetti, come il sostegno per le popolazioni del terzo mondo o per le persone disabili. Il *donation-based* presenta un'area di sovrapposizione con il personal fundraising nel quale il personal fundraiser si propone di finanziare un progetto e non l'ordinaria attività di un'associazione, ricorrendo alle sue reti personali.

³ Il *reward-based* è particolarmente apprezzato da imprenditori e start-up in quanto consente alle imprese di partire con ordinativi già in bilancio e con un flusso di cassa assicurato, oltre a svolgere un'analisi di mercato e stimolare la curiosità dei consumatori rispetto ai propri prodotti o servizi innovativi prima del suo lancio

- Donazione modale: ai finanziatori è concesso un piccolo premio, che può essere costituito da un gadget o da un mero riconoscimento
- Pre-ordine: tale modello si fonda su una compravendita o una promessa di vendita di un bene futuro, a seconda della modalità con cui il rapporto viene configurato⁴.
- Profit sharing o royalty-based crowdfunding⁵: riconosce la partecipazione a una quota di ricavi o di utili, pagabile a certe condizioni e per un certo periodo di tempo.

Le piattaforme *reward-based* a loro volta si possono suddividere in due sottogruppi: "*All or Nothing*" (tutto o niente) e "*Take It All*" (tieni tutto).

- **All or Nothing**: la principale caratteristica di questo modello è che la somma necessaria alla realizzazione del progetto deve essere raggiunta entro un tempo prefissato. L'importo da raggiungere è pubblicato insieme al progetto e deve essere visibile da tutti i possibili finanziatori, al fine di incentivarli a versare importi consistenti e proporzionate allo scopo del progetto. Qualora l'obiettivo della campagna non venga raggiunto entro un massimo di 90 giorni, i contributi torneranno nella disponibilità dei *crowdfunder* o saranno investiti in altri progetti.

⁴ Questo modello è spesso utilizzato per le produzioni musicali, film e arti.

⁵ Tale sub-modello può essere ricondotto all'*equity-based crowdfunding*, ma a differenza di quest'ultimo, l'investitore non diviene azionista dell'impresa.

Questa modalità di *crowdfunding* tende generalmente ad attivarsi per i progetti da realizzarsi con finanziamenti contenuti.

- **Take It All**: tutti i contributi raccolti in un massimo di 90 giorni vengono accreditati al *crowdfunder* anche se l'obiettivo della campagna non viene raggiunto. La piattaforma poi è tenuta a inserire l'obiettivo da raggiungere.⁶

1.2.3 Lending-based

È un modello che consente di raccogliere denaro tramite una piattaforma web che poi andrà ad erogare i fondi sotto forma di prestito, dietro corrispettivo finanziario. Alla base del modello vi è l'idea etica di porsi come un canale alternativo al credito bancario erogando somme di denaro, con tassi di interesse inferiori rispetto alle banche. La nascita di questa tipologia deriva dall'evoluzione del P2P (peer to peer) *Lending* che ha raggiunto la sua massima maturità con lo sviluppo di internet, per poi successivamente integrarsi nel panorama del crowdfunding, dove non si finanziano più solamente singoli interessi ma anche idee imprenditoriali, per questo viene introdotta anche la nozione di P2B (peer to Business).

Il modello *Lending* ha due specificazioni:

- *Il modello classico* prevede che il finanziatore presta direttamente il denaro a ciascun mutuatario (sia pure con l'ausilio della piattaforma);

⁶ Il *Take It All* è indicato per progetti che necessitano di una somma minima per essere avviati.

- *Il modello totalmente intermediato* prevede invece che il finanziatore investa in un veicolo che eroga il credito ai vari mutuatari, assorbendo i rischi di insoluto e gestendo le relative azioni di recupero

1.2.4 Equity-based

Quest'ultimo è il tipo più recente di crowdfunding e anche quello in continua evoluzione, mediante il quale la raccolta di risorse da destinare ad un'impresa tramite internet comporta l'attribuzione, a favore dei finanziatori, di una partecipazione sociale. Peculiarità di tale modello di crowdfunding è data dall'apertura a un'ampia gamma di investitori potenziali, alcuni dei quali potrebbero essere anche attuali o futuri clienti.

Le principali caratteristiche di questo modello sono le seguenti:

- è necessario stabilire adeguatamente i termini dell'operazione, definendo la quota di capitale che si intende destinare all'investimento, il prezzo e le modalità per ricompensare gli investitori.
- i costi da sostenere per lanciare la richiesta di crowdfunding sono rappresentati da una commissione di successo, dai costi legali/amministrativi e anche da eventuali oneri di consulenza per la costituzione della società
- l'operazione consente di avere un gran numero di soci invece di pochi grandi investitori.

- è necessario dimostrare che l'impresa sia matura per l'investimento, attraverso un business plan e proiezioni finanziarie.
- si devono preventivamente stabilire i diritti degli investitori nella società costituenda.

A livello europeo, l'Italia è stato il primo paese ad introdurre la regolamentazione del *crowdfunding*, dedicandogli il d.l. 18 ottobre 2012, n.179 coordinato con la legge di conversione 17 dicembre 2012, n.221⁷. L'obiettivo era quello di far sì che l'Italia diventasse un paese ospitale per la nascita e crescita delle startup innovative.⁸ A tali fini, si è reso necessario rendere operativo l'*equity crowdfunding* in Italia, introducendo una procedura di autorizzazione semplice, basata però su garanzie offerte da parte dei soggetti operanti, e informata ai principi di massima trasparenza e informazione volti a rendere chiari i rischi di perdita del capitale investito. Infatti, solo con adeguata informazione e trasparenza si può garantire la necessaria consapevolezza degli investitori e agevolare la diffusione dell'istituto. Con lo stesso provvedimento si è introdotta anche la disciplina delle start-up innovative agevolandone la costituzione attraverso la semplificazione delle procedure per l'iscrizione al Registro delle imprese, la

⁷ Da Mirra V., *L'equity crowdfunding e le evoluzioni regolatorie: un fenomeno in crescita*, (2018)

⁸ Questo era lo scopo del rapporto presentato dalla *task force* istituita nel 2011 presso il Ministero dello sviluppo economico, denominato "Restart Italia".

riduzione delle spese notarili, i costi e la predisposizione di incentivi fiscali per gli investimenti in queste società.

Per quanto riguarda invece l'attività di raccolta fondi tramite i portali web, il decreto⁹ dispone una riserva soggettiva per le imprese di investimento e le banche autorizzate ai relativi servizi di investimento. Anche intermediari iscritti in un apposito registro della Consob¹⁰ possono essere abilitati a svolgere tale attività, a condizione però che trasmettano ordini riguardanti sottoscrizione e compravendita di strumenti finanziari a banche e imprese di investimento.

⁹ Decreto-legge n.179 del 18 ottobre 2012, cd. "Decreto di crescita-bis".

¹⁰ Per i requisiti e la domanda di iscrizione si rimanda al regolamento Consob sull'*equity crowdfunding*. Si tengono conto in particolare dei requisiti di onorabilità previsti per i soggetti che detengono il controllo della società emittente (cfr. art. 8).

1.3 I soggetti

1.3.1 Il proponente

Il proponente, detto anche *creator*, è colui che ricorre allo strumento del crowdfunding e lancia la propria campagna su un'apposita piattaforma specializzata o su un sito personale.

I proponenti possono essere i più vari, nella maggior parte dei casi si tratta di singole persone ma non è escluso che possano essere anche organizzazioni, associazioni o società. Le categorie di proponenti variano poi a seconda della tipologia di modello che viene scelto per la campagna, ad esempio nel modello *donation-based* si tratta prevalentemente di organizzazioni *non-profit*. Una campagna *crowdfunding* viene creata principalmente per queste motivazioni:

- **Raccolta di fondi**: il motivo principale per cui un creator decide di ricorrere al crowdfunding risiede nella possibilità di ottenere risorse finanziarie, al fine di realizzare la propria idea, al di fuori dei tradizionali circuiti bancario-istituzionali.
- **Progetto d'impresa**. Le piattaforme di crowdfunding permettono infatti di raccogliere contributi dai *crowdfunder* in modo semplice e chiunque può aderire o meno al progetto, anche con piccole somme.
- **Stabilire relazioni**: i proponenti sono motivati a ricorrere al crowdfunding per i rapporti che possono stabilirsi con i *crowdfunder*. Nel tempo possono costruirsi vere e proprie relazioni sia online che offline. Attraverso queste relazioni i

proponenti hanno la possibilità di coinvolgere direttamente nel processo creativo i sostenitori, con un percorso collaborativo. Questo *network* relazionale potrà anche costituire la base di partenza per campagne future.

- **Emulazione di successi altrui**: spesso la spinta può anche trovare origine nella volontà di emulare il successo già ottenuto da altri operatori del mercato.

- **Divulgazione della propria attività attraverso i social media**: i proponenti sono motivati a diffondere la propria idea attraverso l'uso dei social media al fine di raggiungere nuovi potenziali sostenitori prima irraggiungibili.

1.3.2 Le piattaforme

Le piattaforme sono dei luoghi virtuali per la raccolta di capitali che favoriscono il contatto tra i *creator* e la *crowd*, agevolandone le relazioni. Grazie a questi strumenti, qualsiasi proponente può pubblicare la propria iniziativa mentre i vari investitori possono prenderne visione e decidere quali sostenere.

Le piattaforme favoriscono un flusso informativo costante fra proponenti e finanziatori, in questo modo si vengono a creare vere e proprie comunità virtuali attorno ad ogni progetto. All'interno di queste comunità i proponenti possono trarre diversi benefici che aiutano a migliorare lo sviluppo o la qualità del progetto come ad esempio suggerimenti, idee ecc...

Si possono individuare tre caratteristiche comuni ad ogni piattaforma di *crowdfunding*:

- possibilità di lanciare i progetti sul web, abbattendo così ogni barriera comunicativa ed espositiva a livello geografico.
- agevolazione della partecipazione democratica¹¹ dei sostenitori ad un progetto, anche mediante piccole transazioni monetarie che consentono di ridurre il rischio sopportato dai finanziatori.
- ottenere informazioni sui *creator* e i *crowdfunder* con eliminazione dei costi di intermediazione.

1.3.3 I crowdfunder

I *crowdfunder* sono coloro che contribuiscono finanziariamente ad un progetto per vari motivi¹²:

- **Ottenere un ritorno**: sotto forma di prodotto e/o servizi quale incentivo ad investire.¹³
- **Far parte di una comunità**: l'adesione a un progetto di crowdfunding consente entrare e sentirsi parte di una comunità e, quindi di condividere con altre persone le proprie idee. Far parte di una comunità consente al

¹¹ Con tale requisito si esclude anzitutto l'utilizzo di qualsivoglia forma di violenza atta ad imporre idee o scelte.

¹² Lin Y., Boh W. F. & Goh K. H., Quanto sono diversi i crowdfunder? Esaminiamo gli archetipi dei *crowdfunder* e la loro scelta di progetto - SSRN Electronic Journal (2014).

¹³ Al proponente spetterà assicurare ad ogni sostenitore una ricompensa, prevedendo diversi livelli che aumenteranno di valore in relazione alla donazione effettuata.

crowdfunder di dare il proprio contributo anche nel confronto con gli utenti e con il proponente.¹⁴

- **Supportare gli ideatori o le cause**: lo scopo di sostenere i creatori o la causa che ha dato origine al progetto funge da stimolo ad offrire un impegno economico e comunicativo. Risponde, infatti, a comune esperienza che gli individui siano generalmente più propensi ad impegnarsi anche economicamente in progetti che riflettono valori vicini alla loro personalità.

¹⁴ Il rapporto proponente-finanziatore solitamente non si conclude con la semplice donazione ma si estende per tutta la durata del progetto.

Capitolo 2: La disciplina

2.2 La normativa italiana

2.2.1 Il decreto 2.0 “Crescita-bis” (D. L. n. 179 del 18 ottobre 2012)

Il d.l. 179/2012, in vigore dal 19 dicembre 2012, disciplina il crowdfunding con norme volte, tra l’altro, a favorirne la diffusione.

Tale provvedimento comprende dieci sezioni e trentanove articoli.

Sezione IX: "Misure per la nascita e lo sviluppo di imprese Start-up innovative", l’obiettivo di questa sezione è “contribuire allo sviluppo di nuova cultura imprenditoriale e alla creazione di un ecosistema maggiormente favorevole all’innovazione”, ma anche “promuovere maggiore mobilità sociale” e “attrarre in Italia talenti e capitali dall’estero”. In particolare, l’art. 30 tratta della “Raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line e altri interventi di sostegno per le start-up innovative” e introduce un’apposita disciplina sull’equity crowdfunding. Il decreto definisce per la prima volta dal punto di vista giuridico sia le start up innovative che gli incubatori certificati. (Art. 25, Start-up innovativa e incubatore certificato: finalità, definizione e pubblicità)

Tale normativa prevede la possibilità di costituire portali *online* per la raccolta di capitale di rischio, assegnando alla Consob il compito di emanare la disciplina

regolamentare di attuazione. In questo modo il legislatore ha inteso favorire l'accesso al pubblico risparmio da parte delle start up tramite portali online. Con la delibera n. 18592 pubblicata il 26 giugno 2013, la Consob ha emanato il "Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start up innovative tramite portali online".

Questo documento si compone tre sezioni: la prima definisce il concetto di start up innovativa ed i requisiti che deve avere un'impresa per ottenere tale qualificazione; la seconda elenca gli incentivi a beneficio delle start-up innovative e volti a favorirne la nascita e lo sviluppo; la terza è dedicata alla definizione del regolamento sulla raccolta di capitale di rischio tramite portali online e alla relativa vigilanza.

Questa normativa inizialmente dedicata alle sole start-up innovative, su stimolo delle associazioni rappresentative dei portali e, successivamente, di taluni studi della Consob, è stata estesa anche ad altri soggetti: PMI innovative, OICR, società che investono prevalentemente in start-up e PMI innovative¹⁵, e, da ultimo, anche alle piccole e medie imprese. Con la Legge di Bilancio 2017¹⁶, anche la disciplina contenuta nel TUF (cfr. artt. 50-quin-ques e 100-ter) è stata estesa a tutte le PMI¹⁷ per le quali valgono le deroghe al diritto societario previste per le start-up

¹⁵ Cfr. Decreto-Legge n.3/2015, convertito nella Legge n.33/2015.

¹⁶ Legge 11 dicembre 2016, n.232.

¹⁷ Mirra V. L'evoluzione della normativa e l'allargamento a tutte le PMI, Quaderni di Minerva (2018)

innovative costituite sotto forma di s.r.l. Per essere qualificate Start-up innovative le società devono soddisfare almeno due tra i seguenti criteri:

- numero dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250;
- totale dello S.P. non superiore a 43 milioni di euro;
- fatturato netto annuale non superiore a 50 milioni di euro;

2.2.2 La Start-up Innovativa

La start up innovativa¹⁸ è definita ai sensi dell'art. 25, comma 2, del d.l. 179/2012 come una “società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione”.

Vi rientrano, pertanto, sia le s.r.l. (in forma semplificata o a capitale ridotto), sia le S.p.a., sia le s.a.p.a. che le società cooperative. In seguito alle modifiche introdotte dal d.l. del 28 giugno 2013, n. 76/2013, convertito in legge, con modificazioni, dall' art. 1, comma 1, L. 9 agosto 2013, n. 99, il cosiddetto “Decreto Lavoro”, entrato in vigore dal 28 giugno 2013, per essere definita start up innovativa¹⁹, l'impresa deve possedere anche i seguenti requisiti cumulativi²⁰:

¹⁸ Binacchi A. & Galli A. (2015), *Le Start-up innovative*, Quaderno n. 56 della SAF

¹⁹ AA.VV. (2012) - Start Up innovative. S.r.l. a 1 euro, Le Guide il fisco,

²⁰ Art. 25, comma 2, del D.L. n. 179/2012

- 1- La maggioranza delle quote o azioni rappresentative del capitale sociale e dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria dei soci sono detenute da persone fisiche.
- 2- è costituita e svolge attività d'impresa da non più di 48 mesi.
- 3- Deve avere la sede principale dei propri affari e interessi in Italia.
- 4- Dal secondo anno di attività, il totale del valore della produzione annua, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro 6 mesi dalla chiusura dell'esercizio, non deve essere superiore a 5 milioni di euro.
- 5- Non distribuisce, e non ha distribuito, utili.
- 6- Deve avere come oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico.
- 7- Non è stata costituita in seguito a fusione, scissione societaria o di cessione azienda o di ramo di azienda.

Ulteriori modifiche in materia sono state apportate dal d.l. 3/2015 del 24 gennaio 2015 convertito con modificazioni dalla L. 24 marzo 2015 n.33, cd. Decreto “*Investment compact*”, entrato in vigore dal 25 gennaio 2015, che ha esteso la durata della start up da 48 mesi a 60 mesi. In aggiunta ai requisiti sopra elencati, la società “start up innovativa” deve possedere almeno uno di questi ulteriori requisiti:

(1) ammontare degli investimenti 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 (art. 4 co.1);

(2) deve impiegare come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a due terzi della forza lavoro complessiva, di personale, in possesso di laurea magistrale. (Art. 4 co.2);

(3) dev'essere titolare o licenziatario di almeno una privativa industriale relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività d'impresa. (Art. 4 co. 3).

Al fine di incentivare la nascita e lo sviluppo di start up innovative, è prevista una ampia gamma di agevolazioni che includono: alleggerimenti burocratici e fiscali per tutte le operazioni legate alla costituzione e all'iscrizione nel registro delle imprese; gestione societaria flessibile; disciplina del lavoro tagliata su misura; piani di incentivazione in equity; facilitazioni nell'accesso al credito bancario; incentivi fiscali all'investimento.

Il regolamento Consob

Con la delibera n. 18592 del 26 giugno 2013, la Consob ha emanato il “Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali *on-line*²¹” annunciato dal Decreto Sviluppo bis e oggetto della delega contenuta nel “Decreto Crescita bis” orientata a favorire l’accesso al pubblico risparmio da parte delle start up tramite portali on-line.

Il regolamento è suddiviso in tre sezioni distinte:

- 1) Regole di condotta dei gestori di portali online
- 2) Provvedimenti cautelari e sanzionatori in caso di deroghe
- 3) Condizioni di ammissione e recesso delle offerte sui portali.

²¹ Pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 162 del 12 luglio 2013.

2.2.3 Regole di condotta

Le principali regole di condotta a cui i gestori devono attenersi sono:

- Agire con trasparenza, diligenza e correttezza, evitando conflitti di interesse e assicurando la parità di trattamento per tutti gli investitori. (art. 13 co.1);
- Assicurare la trasparenza verso gli investitori rendendo disponibile in maniera dettagliata, chiara, corretta tutte le informazioni riguardanti l'offerta; inoltre deve essere richiamata l'attenzione degli investitori, diversi da quelli professionali, in merito all'opportunità che gli investimenti in attività finanziarie ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie. (art. 13 co. 1-ter).
- Assicurare il corretto aggiornamento delle informazioni pubblicate sul portale, la loro accessibilità almeno per i dodici mesi successivi alla data di chiusura dell'offerta e la piena disponibilità agli interessati che ne facciano richiesta per un periodo di cinque anni. (art. 13 co.2).
- Astenersi dal formulare raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte. (art. 13 co.3).
- Indicare i criteri di selezione delle offerte, unitamente alle informazioni riguardanti l'attività svolta dal soggetto emittente (start-up o impresa in generale) e la propria struttura societaria. (art 9 c.2)

- Gli ordini devono essere gestiti da banche o imprese di investimento secondo le disposizioni del Testo unico della Finanza e delle discipline MiFID. (Art 24).
- Obblighi a tutela degli investitori connessi ai rischi operativi. (art 18)

2.2.4 Provvedimenti cautelari e sanzionatori

La Consob, in caso sussistano determinate condizioni, può disporre la sospensione dell'attività in caso di violazione delle regole di condotta per un massimo di 90 giorni e superati questi, nel caso in cui le violazioni in via di accertamento venissero confermate può prolungare la sospensione fino a 4 mesi o radiare il gestore dal registro. (art 23 co.1 b).

Le principali cause di radiazione sono:

- Raccolta di capitale per conto di società diverse dalle start-up innovative, comprese le start-up a vocazione sociale.
- Comunicazione o trasmissione di documenti non veri.
- Mancata comunicazione alle banche o imprese di investimento del recesso degli ordini.
- Contraffazione della modulistica.

2.2.5 Condizioni di ammissione e recesso dalle offerte

La terza e ultima sezione del regolamento disciplina le modalità di offerta attraverso i portali online. Ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale il gestore ha l'obbligo di:

- verificare che l'emittente abbia previsto nel proprio statuto o atto costitutivo il diritto di recesso della società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni nel caso in cui i soci di controllo trasferiscano il controllo a terzi. (art.24 co.1 a);
- verificare che una quota pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di start-up innovative. (art. 24 co.2);
- garantire il diritto di revoca dell'offerta da parte dell'investitore in caso di cambiamenti significativi della situazione dell'emittente o delle condizioni dell'offerta. (art. 25 co.2);

Conclusioni

La presente tesi ha voluto approfondire come il crowdfunding si collochi nell'attuale scenario economico e giuridico come metodo alternativo di finanziamento dotato di grandi potenzialità.

Tuttavia, in Italia il fenomeno risulta essere ancora marginale se confrontato al mercato mondiale. La difficile diffusione è legata, da un lato, alla scarsa conoscenza delle modalità attuative e dall'altro, alla persistente diffidenza verso i movimenti di denaro online oltre che alla frammentazione dei canali di raccolta dei finanziamenti dovuta alla presenza di molteplicità di piattaforme di piccole dimensioni.

In merito all'*equity crowdfunding*, l'Italia è il primo Paese ad essersi dotato di una normativa ad hoc; a inizio 2016, con la delibera del 17 marzo n.19548, la Consob ha apportato modifiche al proprio regolamento al fine di semplificare ulteriormente le procedure di crowdfunding e, conseguentemente, ampliare la possibilità di domanda e offerta di finanziamenti. In questo modo l'*equity crowdfunding*, non diviene solo una spinta alla produttività e sviluppo delle imprese ma anche un'importante leva di marketing ed engagement che funge da complemento alla funzione di finanziamento alternativo.

Bibliografia

- De Luca N. - Furnari S. - Gentile A., Equity Crowdfunding, in Dig. disc. priv., Sez. comm., Torino, 2017
- Lombardi G., Decreto Sviluppo 2.0: start-up, crowdfunding e Sir John Hawkwood, <http://www.diritto24.ilsole24ore.com>, 22 ottobre 2012
- Crowdfunding -Pubblicato Il Regolamento Consob in <http://www.confindustria.it>, 15 luglio 2013
- Commissione Europea (2015), Il crowdfunding. Cosa è, pag. 15
- Bucciante A., Crowdfunding, siti e istruzioni per l'uso. in <http://www.pmi.it>, 12 maggio 2014
- Casale S., L'equity-based crowdfunding: modelli, esempi e numeri, in <http://www.italiancrowdfunding.org>, 9 luglio 2013
- Di Lorenzo L., Crowdfunding e start up innovative: tecnica redazionale, in Notariato, 2016, 4, 437
- AA.VV. (2012) - *Start Up* innovative. Srl a 1 euro, Le Guide il fisco, in www.lamiabiblioteca.com
- Binacchi A. & Galli A. (2015), Le Start-up innovative, Quaderno n. 56 della SAF, in <http://www.odcec.mi.it/>
- Vittorio Mirra, L'equity Crowdfunding e le evoluzioni regolatorie: un fenomeno in crescita, I quaderni di Minerva Bancaria (2018)

Sitografia

- <https://www.crowd-funding.cloud/it>
- <https://www.Eutekne.it>
- <http://www.ec.europa.eu>
- <http://blog.retedeldono.it>
- <http://www.diritto24.ilsole24ore.com>
- <http://www.confindustria.it>
- <http://www.lamiabiblioteca.com>
- <http://www.italiancrowdfunding.org>