

ARTICOLI

**Brevissime
considerazioni
sull'equity based
crowdfunding**

Ilaria Capelli

1. Premessa.

Com'è noto, il nostro Paese è il primo al mondo a dotarsi di una disciplina organica in materia di *equity based crowdfunding*, un particolare canale di finanziamento per le iniziative imprenditoriali appartenente alla più vasta famiglia del *crowdfunding*, all'interno della quale troviamo diverse forme di reperimento di risorse a vantaggio di imprese e di iniziative ideali, che si avvantaggiano, ad esempio, del *donation based*, consistente in un mero sostegno ad un'iniziativa senza alcun ritorno economico e del *reward based*, che implica una specifica ricompensa; fa parte del più vasto fenomeno del *crowdfunding* anche il *social lending*, ovvero il prestito da privato a privato, detto anche *peer to peer lending*.

L'*equity based crowdfunding*, oggetto di attenzione da parte del nostro Legislatore, è destinato a favorire alcune imprese, in particolare le sole imprese che abbiano la qualifica di *start up innovativa*, e consente alla "folla" degli investitori, anche privi di qualsiasi qualifica, di entrare per mezzo di internet nel capitale di rischio di una società chiusa, acquisendo la qualità di socio.

La vigente disciplina in materia è il frutto di un processo che ha preso avvio con il *Decreto Crescita bis* (d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni dalla l. 17 dicembre 2012, n. 221) e si è completato lo scorso 26 giugno 2013 con l'entrata in vigore del Regolamento Consob n. 18592/2013⁰¹; a partire dal 29 luglio 2013 è stata data la possibilità ai gestori di portali di iscriversi nel registro istituito ex art. 50-*quinquies* T.U.F.

Nei prossimi mesi, dunque, lo strumento messo a disposizione delle società *start up innovative* inizierà concretamente ad operare; potremo quindi valutare se i risultati saranno, o meno, all'altezza degli annunci⁰². Nel frattempo, è utile ripercorrere brevemente i profili giuridici dell'operazione.

2. La riserva alle sole società *start up innovative*.

La possibilità di raccogliere capitale di rischio tramite internet presso un elevato numero di piccoli risparmiatori, cui chiedere investimenti di modesta entità, è riservata, come si accennava, alle sole società *start up innovative*⁰³.

⁰¹ Emanato dopo una consultazione pubblica, i cui esiti sono pubblicati, unitamente al regolamento e alla Relazione sull'attività di Analisi di Impatto (AIR) sul sito www.consob.it.

⁰² Sul punto mi limito a rinviare alla lettura del Rapporto della Task Force sulle *start up* istituita presso il Ministero per lo Sviluppo Economico "*Restart Italia!*" ove si evidenziano le ragioni e gli scopi dell'iniziativa: <http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/rapporto-startup-2012.pdf>

⁰³ Sull'applicazione dell'*equity based crowdfunding* nei casi non espressamente disciplinati nel decreto crescita, rinvio a M. PINTO, *L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal "Decreto Crescita"*, in *Le società*, 7/2013, p. 818. Si osserva, a tale proposito, che l'art. 23, primo comma, lett. b) del regolamento Consob sanziona lo svolgimento di attività di facilitazione della raccolta del capitale di rischio in assenza delle condizioni indicate nell'art. 24, ovvero per conto di società diverse dalle *start up innovative*, comprese le *start up* a vocazione sociale, come definite dall'art. 25, commi 2 e 4 del decreto, con la radiazione dal registro dei gestori.

La start up innovativa si configura come un modello organizzativo transitorio ed eccezionale, accessibile da parte delle società di capitali, anche unipersonali⁰⁴, delle cooperative, nonché delle imprese transnazionali che rivestano la "forma" di *Societas Europaea*, purché con sede in Italia (art. 25 d.l. n. 179/2012)⁰⁵. L'acquisizione di tale qualifica richiede che la società non distribuisca o non abbia distribuito utili - nel caso in cui sia una società operante da non più di quarantotto mesi (art. 25, secondo comma, lett. b)⁰⁶ - e comporta l'accesso ad un regime agevolato, consistente nella disapplicazione di talune regole del diritto comune societario (artt. 26 e 30)⁰⁷.

In particolare, per quanto concerne le deroghe al diritto societario, l'art. 26, primo comma, regola diversamente il conflitto di interessi tra i soci e i terzi nel caso di perdite in quanto - e le medesime considerazioni valgono per la disposizione contenuta nell'art. 31, primo comma, che sottrae le start up innovative alla soggezione alle procedure concorsuali - sono privilegiati gli interessi dei soci rispetto a quelli dei terzi e in specie dei creditori, consentendo alla società di proseguire nonostante le perdite⁰⁸.

Numerose sono, poi, le deroghe al diritto comune societario in tema di s.r.l.: la disapplicazione dell'art. 2474, che vieta le operazioni sulle proprie partecipazioni, disposta dall'art. 26, sesto comma, consente di dare attuazione a piani di incentivazione, che prevedono l'assegnazione di quote ai dipendenti, ai collaboratori, agli amministratori e ai prestatori d'opera e servizi. Come osserva la dottrina, la semplice disapplicazione dell'art. 2474 rappresenta un'apertura *più forte* rispetto alla disciplina dettata per le s.p.a. nella stessa materia, in quanto per la società azionaria sono liberalizzati (e quindi sono esentati dagli oneri procedurali di cui all'art. 2358, secondo e terzo comma) soltanto i prestiti e le garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie se concessi "per favorire l'acquisto da parte dei

04 Così P. SPADA - M. MALTONI, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Iuris responsa*, dell'Associazione *Cavere respondere* e in *Riv. Not.*, 3/2013, p. 579.

05 Restano escluse le società di persone e le società con azioni quotate nei mercati regolamentati o su un sistema multilaterale di negoziazione.

06 Secondo la dottrina, benché sia legittima la clausola statutaria che vieta la distribuzione dell'utile di bilancio, imponendo così pattiziamente una politica di autofinanziamento dell'impresa e fatto salvo il perseguimento del lucro oggettivo dell'ente, si può ritenere che, per l'iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese per l'accesso ai benefici riservati alle imprese start up innovative, non sia necessaria un'apposita clausola di esclusione del lucro soggettivo, in quanto risulta sufficiente che la mancata distribuzione degli utili sia un requisito di fatto, attestato dagli amministratori a mente dell'art. 25, comma 15: P. SPADA - M. MALTONI, *op. cit.*, p. 579.

07 Il regime *agevolato* coinvolge anche il diritto del lavoro (artt. 27 e 28) e il diritto tributario (artt. 27 e 29).

08 La regola contenuta nel primo comma dell'art. 26 privilegia le ragioni dei soci nell'ambito di un'iniziativa che può portare con alta probabilità a perdite, a causa della fase di avvio dell'impresa e della natura dell'attività esercitata. Pertanto nelle start up innovative il termine entro il quale la perdita deve risultare diminuita a meno di un terzo, stabilito dagli articoli 2446, comma secondo, e 2482 *bis*, comma quarto, del codice civile, è posticipato al secondo esercizio successivo; inoltre, nelle start up innovative che si trovino nelle ipotesi previste dagli artt. 2447 e 2482 *ter*, l'assemblea convocata senza indugio dagli amministratori può deliberare, in alternativa all'immediata riduzione del capitale e al contemporaneo aumento del medesimo a una cifra non inferiore al minimo legale, di rinviare tali decisioni alla chiusura dell'esercizio successivo.

dipendenti della società" (art. 2358, primo e ottavo comma)⁹⁹.

Sempre con riferimento alle deroghe al diritto comune societario in materia di s.r.l., si segnala la sostanziale apertura della start up innovativa costituita in forma di s.r.l. anche a soci *per vocazione* non interessati alla diretta gestione della società: è, infatti, possibile, giusta la norma contenuta nell'art. 26, secondo e terzo comma, discriminare i diritti dei soci sulla base dell'introduzione di categorie di quote, in deroga all'art. 2468, secondo e terzo comma, ed è altresì possibile privare le quote del diritto di voto, in deroga all'art. 2479, quinto comma.

Lo stesso art. 26, quinto comma, consente inoltre, in deroga all'art. 2468, primo comma, che le quote di partecipazione in start up innovative costituite in forma di s.r.l. siano oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari *anche* attraverso portali *on line*.

3. Le norme dedicate all'operazione di equity crowdfunding.

3.1. Le modifiche al T.U.F.

Il ricorso all'*equity crowdfunding*, ovvero all'investimento in capitale di rischio da parte di soggetti non qualificati per mezzo della rete, rappresenta un ulteriore passo di apertura rispetto alla condizione, già di per sé singolare, se paragonata al diritto societario comune, delle start up innovative in generale.

L'art. 30 del *Decreto Crescita bis* modifica il T.U.F., introducendo:

- (i) la definizione di portale per la raccolta di capitali tramite piattaforma on line (art. 1, comma 5-*novies*) e di start up innovativa (art. 1, comma 5-*decies*);
- (ii) un nuovo capo intitolato "Gestione di portali per la raccolta di capitali per le start up innovative", collocato nell'ambito della disciplina in tema di gestione collettiva del risparmio (art. 50-*quinquies*);
- (iii) una speciale disciplina delle "Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali", nell'ambito della normativa sull'appello al pubblico risparmio (art. 100-*ter*);
- (iv) un conseguente adeguamento della disciplina sanzionatoria (art. 190).

In termini generali, *l'equity crowdfunding* rappresenta una delle possibili forme di intermediazione

⁹⁹ P. SPADA - M. MALTONI, *op. cit.*, p. 579; gli stessi Autori osservano che la mera disapplicazione dell'art. 2474 impone all'interprete l'integrazione analogica con la disciplina dettata in materia di s.p.a. in ordine agli aspetti tralasciati dal legislatore, quali le dimensioni massime dell'operazione, che non può eccedere gli utili distribuibili e le riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato (art. 2358, sesto comma) e la necessità della costituzione di una riserva indisponibile di pari importo.

nel collocamento di partecipazioni e si caratterizza per la presenza specifici oneri informativi e per la previsione di obblighi di comportamento semplificati, nell'ambito di un regime di eccezione (*safe harbor*): l'art. 100 *ter*, infatti, regola le sole "offerte al pubblico condotte esclusivamente attraverso uno o più portali" e contempla specificamente le offerte "di sottoscrizione" di strumenti finanziari emessi dalle start up innovative, per un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell'art. 100, primo comma, lett. c)¹⁰.

3.2. La normazione di rango secondario.

Il "Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line" ai sensi dell'art. 50-*quinques* e dell'art. 100-*ter* T.U.F. (delibera Consob n. 18592/2013) contiene, oltre alla disciplina di dettaglio e agli obblighi di informazione, talune norme dedicate alla salvaguardia degli interessi degli investitori non qualificati, sulle quali è utile soffermarci brevemente. Il sistema, infatti, è composto da diversi ed eterogenei strumenti posti a tutela del sottoscrittore non qualificato. In suo favore, infatti, il Regolamento predispone:

- (i) specifici obblighi di informazione (art. 15);
- (ii) strumenti posti a tutela indiretta, quale la condizione di efficacia dell'operazione rappresentata dalla sottoscrizione di almeno il 5% degli strumenti finanziari da parte di soggetti qualificati (art. 24, secondo comma);
- (iii) strumenti posti a tutela diretta dell'investitore e da questi attivabili, come il diritto di recesso e di revoca nella fase dell'adesione all'offerta (art. 13, quinto comma, e 25, secondo comma) e i diritti statutari di co-vendita e recesso imposti dal Regolamento per il caso di cessione del controllo della società (art. 24, primo comma, lett. a).

Per quanto riguarda gli obblighi di informazione, l'art. 15, impone al gestore del portale di fornire agli investitori *in forma sintetica e facilmente comprensibile* le informazioni relative alle caratteristiche dell'investimento, quali ad esempio il rischio di perdita del capitale sottoscritto, il rischio illiquidità e il divieto di distribuzione degli utili. Si segnala la specifica rilevanza delle informazioni relative ai soci di controllo, dato che, come si avrà modo di considerare in seguito, il trasferimento dello stesso è condizione sospensiva per l'esercizio del diritto di co-vendita o di recesso necessariamente previsti nell'atto costitutivo della società che ricorre all'*equity based crowdfunding* (art. 24, comma 1, lett. a). Sono altresì rilevanti le informazioni relative ai patti parasociali, che devono essere comunicati alla società e pubblicati nel sito internet dell'emittente, secondo una regola, l'art. 24, comma 1, lett. b), la quale a sua volta evoca quanto disposto dall'art. 2341 *ter*, primo comma, in tema di pubblicità dei patti

¹⁰ Norma che stabilisce i casi di inapplicabilità della disciplina sul prospetto; l'art. 34 *ter* del Regolamento Emittenti, che attua il citato art. 100, primo comma, lett. c), pone tale soglia alla cifra di 5 milioni di Euro.

parasociali nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio¹¹.

La tutela indiretta del sottoscrittore è rappresentata dalla presenza di una *condizione di efficacia*, in conseguenza della quale il perfezionamento dell'operazione dipende dall'avvenuta sottoscrizione, per un ammontare pari almeno al 5% degli strumenti finanziari emessi, da parte di investitori professionali o di fondazioni bancarie o di incubatori di start up innovative (art. 24, secondo comma)¹²; l'affidabilità di tali investitori *qualificati* dovrebbe costituire una garanzia di fatto per gli investitori *retail*, per definizione non in grado di effettuare valutazioni sui progetti presentati sul portale; il meccanismo predisposto dal Regolamento Consob comporta, pertanto, che l'offerta possa essere ammessa liberamente sul portale, ma per il perfezionamento della stessa si devono attendere le sottoscrizioni dei soggetti *qualificati* nella misura indicata, altrimenti l'offerta decade allo spirare del termine previsto dalle condizioni dell'offerta medesima.

La tutela diretta, attivabile ad iniziativa del sottoscrittore, consiste, invece, in un complesso di strumenti che si articolano, nella fase dell'adesione all'offerta, in diritti di revoca della proposta e di recesso dall'ordine di adesione.

L'art. 13, secondo comma, attribuisce agli investitori non professionali il diritto di recedere dall'ordine di adesione, senza alcuna spesa e tramite una comunicazione al gestore entro sette giorni dalla data dell'ordine: tale diritto si configura quale "diritto di pentimento" finalizzato ad evitare che il sottoscrittore rimanga vincolato a scelte avventate, specialmente in ragione della facilità con cui è possibile effettuare tali ordini *on line*¹³.

La revoca è, invece, prevista quando, tra il momento dell'adesione all'offerta e quello in cui l'offerta è chiusa, sopravvenga un fatto nuovo o sia rilevato un errore materiale *determinante* concernente le informazioni esposte sul portale e può essere esercitato entro sette giorni dalla data in cui le nuove

11 In argomento, rinvio a V. DONATIVI, *Sub art. 2341 bis e 2341 ter*, in *Società di capitali, Commentario* a cura di G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres, I, Jovene, Napoli, 2004, p. 155 ss.; M. LIBERTINI, *I patti parasociali nelle società non quotate. Un commento agli articoli 2341 bis e 2341 ter del codice civile*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso* diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 4, U.T.E.T., Torino, 2006, p. 463.

12 La norma, che è stata oggetto di critiche da parte dei primi commentatori (G. MOSCA, *Start up, via libera al regolamento del crowdfunding, ecco cosa cambia*, *Il Sole 24Ore*, 12 luglio 2013) perché accusata di rendere incerta l'operazione sulla base di un impegno, da parte dei soggetti qualificati, non dotato di reale efficacia: l'investitore *sponsor* sottoscrive le quote, così indirettamente avallando la bontà dell'operazione, ma nulla impedisce che lo stesso rivenda le medesime partecipazioni non appena avvenuto il consolidamento.

13 Tale disposizione evoca il diritto di pentimento sancito dal Codice del Consumo all'art. 67 *duodecies*, che in materia di servizi finanziari sospende l'efficacia del contratto per la durata di quattordici giorni, decorrenti alternativamente dalla data di conclusione del contratto o dalla data in cui il cliente riceve l'informativa sulle condizioni contrattuali, se successiva; in questo periodo di sospensione, il consumatore può recedere senza fornire alcun motivo e senza penali.

informazioni sono state portate a conoscenza degli investitori (art. 25, secondo comma)¹⁴.

Sul piano degli effetti, la revoca e il recesso dall'ordine di adesione, complice l'estrema brevità dei termini per l'esercizio di tali diritti, sono equiparati al caso di mancato perfezionamento dell'offerta, così facendo tornare nella piena disponibilità degli investitori i fondi relativi alla provvista necessaria al perfezionamento degli ordini di adesione, provvista a sua volta costituita nel conto indisponibile intestato all'emittente acceso presso le banche o le imprese di investimento cui sono trasmessi gli ordini (art. 25, terzo comma).

3.3 Le clausole di co-vendita e di recesso previste dall'art. 24, primo comma, del Regolamento.

Infine, il Regolamento Consob (art. 24, primo comma) impone, quale condizione perché la società start up innovativa possa partecipare ad un'operazione di *crowdfunding*, l'inserimento nell'atto costitutivo della società di una specifica clausola volta a tutelare i sottoscrittori per il caso di trasferimento del controllo. Si tratta di una condizione di accesso ad una normazione agevolativa di settore (appunto quella in materia di *crowdfunding*), condizione finalizzata a comporre i possibili conflitti di interessi tra i soci appartenenti alla "folla" indistinta che ha aderito all'offerta on-line e coloro che detengono il controllo della società, per il caso in cui questi ultimi, dopo aver perfezionato con successo un'operazione di *crowdfunding*, decidano di trasferire il controllo della società in favore di investitori diversi dagli investitori professionali, dalle fondazioni bancarie e dagli incubatori di start up innovative.

La normativa regolamentare lascia all'autonomia statutaria la scelta tra l'inserimento di una clausola di co-vendita e la previsione di un diritto convenzionale di recesso. Nel primo caso, con il trasferimento del controllo sorge il diritto dei soci diversi dagli alienanti di vendere, a loro volta, le partecipazioni possedute; la clausola di co-vendita rappresenta, dunque, una sostanziale limitazione al diritto dei soci di controllo di disporre delle proprie partecipazioni, benché per un tempo limitato, rappresentato quanto meno dalla durata della qualifica di start up innovativa in capo alla società (al massimo quattro anni) o, comunque, dal triennio dall'offerta (art. 24, primo comma, lett. a)¹⁵.

Anche il diritto di recesso, previsto in alternativa alla co-vendita, condiziona le decisioni dei soci di controllo in merito al trasferimento dello stesso; in entrambi i casi, il legislatore lascia pienamente all'autonomia statutaria il compito di indicare, con la dovuta precisione, i termini e le modalità concrete per l'esercizio dei diritti.

¹⁴ La disposizione è analoga, benché il termine sia molto più breve (due giorni) a quella prevista per la sollecitazione del pubblico risparmio, quando siano mutate le informazioni o le condizioni inizialmente riportate nel prospetto informativo (art. 95 bis T.U.F.).

¹⁵ E' anche possibile, perché dipendente dall'autonomia statutaria, che le clausole consentano il diritto di recesso o co-vendita anche successivamente al periodo previsto dal Regolamento; tale evenienza pare, però, piuttosto remota, in quanto appunto tali diritti gravano pesantemente sul diritto dei soci di controllo di disporre delle proprie partecipazioni.

La mancanza di regole di dettaglio, relative alle concrete modalità e termini di esercizio del diritto di *exit* del sottoscrittore, non consente tuttavia la predisposizione di regole statutarie eccessivamente stringenti o penalizzanti per il sottoscrittore: sulle clausole statutarie imposte dal Regolamento è prevista una valutazione da parte del gestore ai fini dell'ammissione all'operazione di *crowdfunding*, valutazione che si aggiunge al controllo di legittimità del notaio.

Sempre con riferimento al contenuto delle clausole statutarie previste dall'art. 24, primo comma, l'individuazione del preciso significato della locuzione "trasferimento del controllo" è facilitata dalla presenza di una delle tante norme definitorie nel regolamento Consob, il quale all'art. 2, lett. f) definisce il "controllo" come l'ipotesi in cui un soggetto, persona fisica o giuridica, ovvero più soggetti congiuntamente, dispongano, direttamente o indirettamente, anche tramite patti parasociali, della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria, ovvero dispongano dei voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria.

Dunque, acquisisce rilievo non tanto l'entità dell'investimento (la maggioranza del capitale sociale), quanto piuttosto la partecipazione ai processi decisionali (la maggioranza dei voti nell'assemblea ordinaria) nelle materie che in una s.p.a. sono attribuite alla competenza dell'organo assembleare dall'art. 2364, quali l'approvazione del bilancio e la nomina degli amministratori; tale condizione va pertanto coordinata con le numerosi variabili presenti per il caso in cui la start up innovativa sia stata costituita nella forma di s.r.l., quali ad esempio la previsione di particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società (art. 2468, terzo comma), nonché in generale, e quindi anche con riferimento alle start up costituite in forma di s.p.a., con la possibile presenza di patti parasociali, la cui rilevanza in un'operazione di *crowdfunding* è sancita dallo stesso Regolamento con la già citata disposizione contenuta nell'art. 24, primo comma 1, lett. b), che impone la comunicazione degli stessi alla società e la loro pubblicazione nel sito internet dell'emittente.

4. Brevissime considerazioni finali.

All'esito della sintetica panoramica in tema di *equity crowdfunding*, si può osservare che la tutela del sottoscrittore costituisce il risultato di un complesso intreccio di norme primarie e secondarie, nonché di strumenti di tutela tra loro molto differenti. Le più maggiori differenze concernono:

(i) le modalità di funzionamento, in quanto vi sono strumenti automaticamente operanti (quali la condizione di efficacia dell'operazione rappresentata dalla partecipazione di investitori qualificati nella misura di almeno il 5% degli strumenti finanziari, art. 24, secondo comma), e strumenti attivabili solo ad iniziativa del sottoscrittore (si pensi al recesso o alla revoca della sottoscrizione, artt. 13, quinto comma, e 25, secondo comma);

(ii) l'ambito di incidenza, in quanto vi sono strumenti di tutela che colpiscono la fase dell'adesione all'offerta (i diritti di revoca e di recesso ex art. 13, quinto comma) ed altri che, invece, incidono sul complesso dei rapporti tra il socio e la società, come accade per i diritti di co-vendita o di recesso dalla società per il caso di trasferimento del controllo, esercitabili da parte degli investitori che, a seguito

dell'adesione ad un'offerta nell'ambito di un'operazione di *equity crowdfunding*, hanno acquisito la qualità di socio (art. 24, primo comma, lett. a).

Nonostante la descritta eterogeneità degli strumenti di tutela, è possibile evincere un disegno unitario, volto a trattare la vicenda "realisticamente" e, dunque, più propenso a valorizzare, in luogo di una seppur auspicabile scelta pienamente consapevole da parte dell'investitore privo di qualifiche, la concreta "attrattiva" che promana da un determinato gruppo di soggetti (e segnatamente i soci fondatori della start up o, comunque, coloro che ne detengono il controllo, nonché gli investitori professionali, le fondazioni bancarie e gli incubatori di start up) in termini di serietà e di capacità imprenditoriali; siffatta "attrattiva" realisticamente genera la scelta di investimento, anche per la specifica condizione in cui si trova l'impresa, nella delicata fase di start up, nella quale il "richiamo" per l'investitore non qualificato non si fonda propriamente sui dati attuali, quanto piuttosto su aspettative e prognosi.