



COSA È DAVVERO IL CROWDFUNDING?

GRETA CATERINA CARRIERO*

Il crowdfunding consiste in una attività finanziaria che nasce all'interno del sistema statunitense e che, nel tempo, si è gradualmente affermata anche in Italia come sistema alternativo di raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche. Il termine crowdfunding fa riferimento ad un processo di finanziamento (funding) di "massa" realizzato da investitori (crowd) attraverso piattaforme online. La fattispecie si articola in numerosi segmenti a seconda del tipo di rapporto che, in forza dell'autonomia privata negoziale, si costituisce tra il finanziatore e il beneficiario del finanziamento. Il principale assetto strutturale è quello del c.d. sistema di equity-based crowdfunding che, disciplinato dal Decreto Legge n. 179/2012, convertito, con modifiche, nella Legge n. 221/2012, e dalla CONSOB, prevede un finanziamento sotto forma di capitale di rischio al fine di ottenere delle quote di partecipazione nella società.

Il *crowdfunding* consiste in una attività finanziaria che nasce all'interno del sistema statunitense e che, nel tempo, si è gradualmente affermata anche in Italia come sistema alternativo di raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche.

Il termine (letteralmente "finanziamento della folla") indica la raccolta di fondi presso soggetti esterni ("folla" o *crowd*) volta al finanziamento di un progetto imprenditoriale o di altre similari iniziative per mezzo di piattaforme online a fronte, di norma, di remunerazioni compensative. In particolare, il fenomeno rimanda a processi collaborativi tra piccoli investitori non professionali (*crowdfunders*) che sostengono la realizzazione di progetti di varia natura; il procedimento avviene integralmente *online*: l'ideatore pubblica sul sito web della piattaforma il proprio progetto, con

* gretacarriero@hotmail.it



specifica evidenza dell'importo complessivo di cui necessita per la realizzazione dello stesso. Viene segnalato, altresì, l'eventuale compenso (non necessariamente di natura pecuniaria) che si vuole riconoscere agli aderenti al finanziamento (sottoscrittori).

Le due principali modalità di finanziamento sono rappresentate da:

- *Ex ante crowdfunding*, che si determina quando il fondo necessario per l'avvio della *start-up* deve essere ancora raggiunto;
- *Ex post facto crowdfunding*, che si realizza qualora il progetto sia già stato realizzato; in tal caso, come ricompensa, i finanziatori potranno ottenere una partecipazione agli utili che si determineranno a seguito della vendita del prodotto.

La fattispecie *crowdfunding* si articola in numerosi segmenti a seconda del tipo di rapporto che, in forza dell'autonomia privata negoziale, si costituisce tra il finanziatore e il beneficiario del finanziamento. Il principale assetto strutturale è quello del c.d. sistema di *equity-based crowdfunding*. Ulteriori variabili sono sinteticamente riconducibili ai seguenti insiemi:

- Modello *donation based*: si articola attraverso piattaforme *online*, per il cui tramite è possibile fare donazioni per finanziare una specifica causa o iniziativa;
- Modello *reward based*: il finanziatore riceve una specifica ricompensa non in denaro come premio per aver partecipato al finanziamento di un determinato progetto;
- Modello *social lending* o *peer to peer lending*: si realizza attraverso prestiti tra privati con la finalità di realizzare un progetto. Il compenso avviene attraverso la corresponsione di interessi concordati dalle parti per il tramite di piattaforme *online*;
- *Royalty based*: consiste nel finanziamento di una specifica iniziativa ottenendo in cambio una parte di profitti.

L'*equity-based crowdfunding* è il sistema di finanziamento alternativo che ha destato, sul piano finanziario ed economico, maggior interesse sia da parte del legislatore (con la regolamentazione primaria) che dell'autorità di vigilanza (con la normativa secondaria).

Tale forma di finanziamento consiste in un investimento *online* con il quale si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società. Il corrispettivo è rappresentato dal complesso di diritti patrimoniali ed



amministrativi che derivano dalla partecipazione alla società stessa.

La sua disciplina primaria è nel decreto legge 179 del 2012 (convertito dalla legge 221 del 2012) “Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese”. Le finalità del decreto sono ravvisabili in una regolamentazione affidabile avente lo scopo di restituire fiducia agli investitori. Al decreto è seguita la regolamentazione di settore da parte della CONSOB con la delibera n. 18592 del 26 giugno del 2013.

La disciplina dell'*equity-based crowdfunding* è contenuta nell'art. 30 del suddetto decreto attraverso una tecnica legislativa “a cascata”: l'implementazione contestuale del Testo Unico della Finanza con l'inserimento di nuove disposizioni in materia di offerta al pubblico e attività di investimento. All'interno del TUF vengono introdotte, in particolare, tre disposizioni che interessano: la natura dello strumento, i soggetti e le modalità attraverso le quali ottenere “fondi dalla folla”. All'art. 1, comma 5 *novies* viene aggiunta la definizione: “portale per la raccolta di capitali per le *start up* innovative”. Tale norma legittima la possibilità per una piattaforma *online* di procedere alla raccolta di capitali per le *start up* innovative.

L'art. 50 *quinquies* indica l'ambito soggettivo dei soggetti abilitati (ampiato ai gestori di portali autorizzati e ad altri soggetti a seguito dell'emanazione della revisione al regolamento CONSOB del 24 febbraio 2016, vedi *infra*). Viene disposto che l'esercizio professionale dell'attività di gestione dei portali sia riservato tanto a coloro che risultano iscritti in un registro ordinario (strumento all'interno del quale sono tenuti ad iscriversi i gestori di portali in possesso di determinati requisiti precisati nello stesso art. 50 *quinquies*, terzo comma TUF) tenuto dalla CONSOB quanto alle banche autorizzate ai servizi di investimento e alle imprese di investimento che hanno comunicato all'autorità lo svolgimento della gestione di portali di *equity crowdfunding* (iscritte in una sezione speciale del medesimo registro).

Da ultimo, l'art. 100 *ter* è volto al coordinamento della normativa in materia di offerte al pubblico di prodotti finanziari con quella delle offerte mediante i portali per la raccolta di capitali.

In ordine alla disciplina secondaria, le ragioni dell'intervento regolamentare dell'autorità di vigilanza risiedono nella natura del sistema di *equity crowdfunding*: presentandosi l'emissione di strumenti finanziari da parte dei gestori altamente rischioso, si è avvertita la necessità di im-



plementare la disciplina sull'offerta al pubblico di capitali di rischio e di assicurare agli investitori una comprensione delle caratteristiche e dei rischi degli investimenti proposti. Le modalità attraverso le quali prendere visione dell'informativa sull'investimento sono presenti in ciascun portale nella sezione *investor education*. Affinché le decisioni degli investitori siano consapevoli e avvedute, questi dovranno essere messi a conoscenza di tre aspetti essenziali in ordine all'investimento:

- 1) natura del portale: chi gestisce il portale; le attività svolte dal portale; come sono gestiti gli ordini per la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti; i costi a carico degli investitori; misure che il portale ha predisposto per gestire i rischi di frode, i conflitti di interesse, i reclami ed il corretto trattamento dei dati personali; i dati aggregati sulle offerte svolte dal portale e i risultati raggiunti; la normativa di riferimento, i *link* al registro tenuto dalla CONSOB, alla sezione speciale del registro delle imprese dedicata alle *start-up* innovative e agli incubatori; i provvedimenti sanzionatorio cautelari che la CONSOB ha adottato nei riguardi del gestore del portale; le iniziative assunte nei confronti delle *start-up* innovative nei casi di inosservanza delle regole di funzionamento del portale;
- 2) l'investimento in capitale di rischio emesso da una *start-up* innovativa. In particolare, l'investitore deve essere informato sui seguenti rischi e caratteristiche: rischio di perdere l'intero capitale investito; rischio di non poter liquidare in tempi brevi l'investimento; rischio di non poter percepire i dividendi sugli utili finché la società sarà una *start-up* innovativa; benefici fiscali introdotti dal decreto crescita *bis* (durata e decadenza); deroghe al diritto societario e al diritto fallimentare; contenuti tipici di un *business plan*; diritto di recesso che il Regolamento CONSOB attribuisce agli investitori *retail* esercitabile.
- 3) le singole offerte, relativamente alle quali il portale deve pubblicare: una scheda con tutte le informazioni che la CONSOB ha elencato nell'Allegato 3 del regolamento e i relativi aggiornamenti; le banche e le imprese di investimento cui saranno trasmessi gli ordini per la loro esecuzione; il conto corrente (vincolato) della *start-up* innovativa presso cui saranno depositate le somme raccolte; le informazioni e le modalità per esercitare il diritto di revoca dell'adesione all'offerta che il regolamento CONSOB attribuisce agli investitori *retail* definiti come quelli "diversi dagli investitori professionali"; le infor-



mazioni sullo stato delle adesioni alle offerte.

In particolare, il regolamento in materia di “Raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *online*” è stato successivamente implementato e modificato (dopo una lunga consultazione pubblica) dalla delibera n. 19520 del 24 febbraio 2016. Le modifiche in ordine al regolamento attengono principalmente all’allargamento della platea di investitori (investitori professionali) e alla semplificazione delle modalità di investimento.

Quest’ultimo aspetto è stato introdotto dall’art. 14 del suddetto regolamento: non è più necessaria la compilazione del questionario MIFID volto alla verifica dell’appropriatezza dell’investimento, essendo in questo caso possibile effettuare la valutazione in ordine alla adeguatezza dello stesso attraverso apposite verifiche sul portale relativo al gestore di riferimento. In particolare, i gestori potranno effettuare la verifica di appropriatezza (*opt-in*) dotandosi dei requisiti necessari a tal fine. Tutti gli investitori potranno quindi concludere l’operazione integralmente *on line*.

Circa l’innovazione regolamentare in ordine all’ampliamento della nozione di “investitori professionali” l’art. 2 alla lettera j fa espresso riferimento ai clienti professionali su richiesta (definiti dalla disciplina europea sulla prestazione dei servizi di investimento) e l’art. 24 n. 2 agli investitori a supporto dell’innovazione (definiti dalla CONSOB), ampliando così il relativo ambito soggettivo di riferimento.

L’ordinamento italiano ha avvertito la necessità di costituire una regolamentazione *ad hoc* per disciplinare l’*equity-based crowdfunding*. Le ragioni di tale scelta risiedono fondamentalmente nella valorizzazione dell’impresa (anche piccola) all’interno dell’economia globale, soprattutto a seguito delle vicende economico finanziarie che hanno dato luogo alla crisi del 2008.

In tale scenario, l’attenzione del legislatore si focalizza sulle imprese di nuova costituzione ovvero sulle *start-up* innovative (piccole società di capitali da poco operative, impegnate in settori innovativi e tecnologici o a vocazione sociale) in ordine alla creazione di modelli di finanziamento diversi dai tradizionali. In questo modo viene incentivata la crescita economica e l’occupazione in un Paese in cui le cui ordinarie modalità di accesso al credito appaiono insufficienti.

E’ appena il caso di ricordare che siffatte tipologie d’impresa costitu-



iscono spesso forme di decentramento produttivo delle grandi imprese ed elementi di un sistema integrato di imprese (es. le reti d'impresa, i distretti produttivi) in cui le strutture minori agiscono da complemento e sussidio delle maggiori, adempiendo a utili funzioni pilota nella ricerca, nella sperimentazione di nuove tecniche, nei rapporti sindacali, senza subire i più onerosi condizionamenti in tema di assetti e modalità del lavoro, del salario, della salvaguardia dei diritti individuali, della salute e dell'ambiente, cui sono invece soggette le imprese maggiori. Tali soggetti, i cui fattori strategici sono principalmente rappresentati (per il tramite dell'informazione e della conoscenza) da capitale intangibile e immateriale, da deleghe allo svolgimento di funzioni aziendali, da decentramenti produttivi, evocano la c.d. impresa "priva di peso" (*weightless*), che rappresenta la principale risposta alle esigenze indotte da un'economia rappresentata sempre meno da beni "pesanti" e sempre più da beni dematerializzati. Per tale impresa l'*asset* più prezioso è costituito dalla sua capacità di innovare e dalla sua reputazione sul mercato, risultando il profitto solo uno degli indicatori di *performance*. Essa, chiamata a svolgere funzioni creative, produttive e, appunto, innovative, opera oggi in un'economia caratterizzata da un significativo aumento del livello di rischio, tradizionalmente inteso quale assunzione di decisioni in condizioni d'incertezza. Per competere, deve continuamente e incessantemente investire in informazioni, conoscenze e tecnologie dai costi diretti e transattivi elevatissimi. Le dimensioni ridotte certo non aiutano nel reperimento di finanziamenti in forme tradizionali. Il *crowdfunding* si manifesta, in siffatta chiave ricostruttiva dello scenario della competizione economica, quale strumento alternativo idoneo a sopperire alle rigidità del mercato creditizio e a favorire crescite dimensionali e iniziative meritevoli di tutela.