



Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili

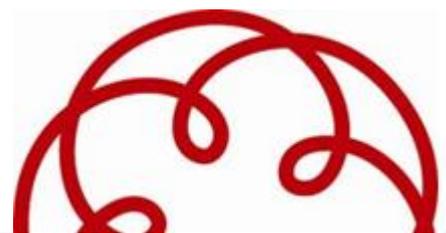
Fondazione
Nazionale dei
Commercialisti

Documento

L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari: un'opportunità per lo sviluppo delle aziende

CNF

15 APRILE 2019



A CURA DEL GRUPPO DI LAVORO
EQUITY CROWDFUNDING

AREA FINANZA AZIENDALE

CONSIGLIERI DELEGATI

Maurizio Giuseppe Grosso
Lorenzo Sirch

COMPONENTI

Pierluigi Di Micco
Manuela Massari
Matteo Piras

RICERCATORI FNC

Roberto De Luca
Nicola Lucido

Indice

ABSTRACT	4
1. INTRODUZIONE	5
2. CARATTERISTICHE DELLE OPERAZIONI DI EQUITY CROWDFUNDING	7
2.1. Schema e modalità di offerta al pubblico.....	8
2.2. Obblighi dei portali	13
3. RISCHI E OPPORTUNITÀ PER GLI EMITTENTI	15
3.1. Liquidità, scalabilità e caratteristiche delle imprese venture backed	15
3.2. Necessità e ruolo del Business Plan	16
3.3. Obblighi informativi e clausole statutarie a tutela degli investitori.....	18
4. RISCHI E OPPORTUNITÀ PER GLI INVESTITORI	21
5. RUOLO E OPPORTUNITÀ PER IL COMMERCIALISTA NELLE OPERAZIONI DI EQUITY CROWDFUNDING	26

Abstract

Con il termine crowdfunding si indica il processo con cui più persone (“folla” o “crowd”) conferiscono somme di denaro (“funding”), anche di modesta entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti internet (“piattaforme” o “portali”) e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa.

Il crowdfunding è definito “equity-based” quando tramite l’investimento on-line si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società: in tal caso, in cambio del finanziamento si riceve un complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell’impresa.

L’equity crowdfunding rappresenta, pertanto, un importante strumento di finanziamento per le piccole e medie imprese, generalmente utilizzato per supportare il lancio di nuove iniziative imprenditoriali.

Ancorché, negli ultimi anni, anche in Italia gli importi movimentati stiano raggiungendo livelli sempre più significativi, permangono incertezze operative legate soprattutto alla scarsa conoscenza dello strumento, alle implicazioni operative, alle difficoltà anche culturali delle imprese di aprire il proprio capitale di rischio, alla gestione delle dinamiche di corporate-governance successive alla raccolta di equity proveniente da una moltitudine di soggetti.

L’equity crowdfunding, infine, presenta molte analogie con un’offerta pubblica iniziale o IPO (dall’inglese Initial Public Offering): di conseguenza, sarebbe giusto valutarlo come un primo approccio ai mercati finanziari che, nel tempo, favorisca la crescita di numerose nuove imprese il cui sbocco naturale potrà anche essere, dapprima, l’ammissione alla quotazione su mercati minori (dedicati ad esempio alle piccole e medie imprese, quali l’AIM Italia), e successivamente il listing su piattaforme di negoziazione più evolute come i mercati regolamentati (ad es. l’MTA di Borsa Italiana).

Scopo del presente documento, pertanto, è fare luce sulle caratteristiche di tale strumento di finanziamento per le imprese, analizzandone le principali caratteristiche tecniche, approfondendo gli elementi essenziali relativi alla modalità di offerta ed esaminando il quadro normativo di riferimento, partendo dalle modifiche introdotte dal D.L. 179/2012 all’interno del nostro ordinamento.

1. Introduzione

L'*equity crowdfunding* rappresenta un'innovativa forma di finanziamento per le imprese, che si differenzia dai canali tradizionali di approvvigionamento di capitale di rischio (es.: *venture capital* e *business angels*), da un lato, per la prevalente partecipazione di investitori non professionali e, dall'altro, per il mezzo scelto, ossia il ricorso a piattaforme on-line¹ in cui si verifica l'incontro tra la domanda e l'offerta. Tale strumento, di derivazione anglosassone, negli ultimi anni sta conoscendo un significativo sviluppo anche in Italia, grazie a un'evoluzione normativa che ne sta supportando l'utilizzo e la diffusione.

In seguito alla sua introduzione ad opera del D.L. 179/2012², infatti, il Legislatore è intervenuto più volte per ampliare la platea dei soggetti che possono fruire di tale meccanismo di finanziamento, stimolare i potenziali investitori e semplificare gli aspetti operativi connessi alle operazioni di *equity crowdfunding*³.

Tra gli interventi normativi più rilevanti, è opportuno evidenziare la recente estensione del perimetro di applicazione soggettivo dell'istituto dell'*equity crowdfunding*, sostituendo con il riferimento alle "piccole e medie imprese"⁴ (come definite dalla disciplina dell'Unione europea) i preesistenti riferimenti alle "start-up innovative" e alle "PMI innovative".

La crescita dello strumento in questione è testimoniata dai dati relativi al numero di operazioni e agli importi "raccolti" attraverso i portali iscritti nel registro tenuto dalla Consob⁵, che nel 2017 ha fatto registrare un incremento nella raccolta pari al 180%, superando gli 11 milioni di Euro (elevando il dato complessivo fino a fine anno a circa 19 milioni) e portando a 80 le imprese che hanno raccolto capitali attraverso l'*equity crowdfunding*.

Il 2018 è stato, probabilmente, l'anno della definitiva consacrazione e diffusione dello strumento, atteso che la raccolta complessiva ha superato i 36 milioni e il numero delle società finanziate è salito a quota 113 (rispetto alle 50 del 2017). Anche la platea degli investitori ha registrato un incremento significativo, passando dai circa 3.300 del 2017 ai quasi 9.500 del 2018, dimostrando un livello di conoscenza e apprezzamento dello strumento in questione ormai sempre più consolidato⁶.

¹ In particolare, l'art. 1, comma 5-*novies* del D.Lgs. 58/1998 (di seguito, anche "TUF"): *Per "portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali" si intende una piattaforma on line che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129, delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese".*

² Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179 (c.d. Decreto Crescita bis), convertito dalla Legge 17 dicembre 2012, n. 221.

³ In estrema sintesi, il Decreto crescita bis ha:

- introdotto nel nostro ordinamento la nozione di start-up innovativa (cfr. artt. 25-32);
- introdotto nel Testo Unico della Finanza:
 - art. 50-*quinquies* «gestione di portali per la raccolta di capitale per le start-up innovative»;
 - art. 100-*ter* «offerte attraverso portali per la raccolta di capitali» (per un corrispettivo totale inferiore a € 5.000.000 - soglia prevista dalla Direttiva Prospetto e dall'art. 34-*ter*, comma 1, lettera c, Reg. Emittenti Consob);
- delegato alla Consob la definizione della disciplina applicabile alla gestione dei portali ed alle offerte per la raccolta di capitale di rischio.

⁴ In particolare, si veda l'art. 1, comma 70, della Legge n. 232 dell'11 dicembre 2016 (Legge di Bilancio 2017).

⁵ Il cui numero è attualmente pari a 32, di cui 30 iscritti alla sez. ordinaria e 2 alla sez. speciale Consob (*infra*).

⁶ Un contributo significativo all'incremento analizzato è stato offerto dall'ingresso del crowdfunding immobiliare, che con 7 campagne di successo hanno raccolto circa 7,7 milioni, con un importo medio (1,1 milioni) di gran lunga superiore alla media

Come meglio esposto nella tabella seguente, un altro dato molto rilevante riguarda il forte incremento dell'ammontare raccolto per ciascuna offerta (circa € 316.000), dovuto sia al lieve aumento dell'investimento medio che, soprattutto, alla crescita del numero medio di sottoscrittori.

Si registra anche l'aumento del *target* minimo di raccolta delle campagne andate a buon fine, salito a € 159.000 rispetto ai € 125.000 del 2017. A tale proposito, giova sottolineare come le operazioni abbiano generalmente registrato un *overfunding*, raccogliendo praticamente il doppio dell'obiettivo minimo. E, tra l'altro, tale trend ha riguardato il 98% delle campagne (112 su 114), mentre, nel 2017, l'82% (41 su 50).

I dati in questione, sintetizzati nella tabella seguente, forniscono la misura dell'effettiva diffusione dell'*equity crowdfunding* anche tra gli investitori *retail*.

Tabella 1 - Principali dati sulle operazioni di *equity crowdfunding* finanziate con successo⁷

	2018	2017	2016	2015	2014	2014 / 2017
N. campagne a buon fine	113	50	17	5	4	76
N. Sottoscrittori	9.444	3.250	736	195	133	4.314
Media N. sottoscrittori	84	65	39	37	34	44
Ammontare raccolto	36.109.000	11.788.000	4.182.909	1.536.991	1.297.000	18.804.900
Ammontare medio raccolto	319.548	235.760	246.053	307.398	324.250	278.365
Importo medio per investitore	3.804	3.627	5.683	7.882	9.572	6.691

Fonte: Elaborazione propria da Consob, Osservatorio sul Crowdfunding del Politecnico di Milano, CrowdfundingBuzz.it.

Oltre che in relazione alla norma primaria, il quadro operativo dell'*equity crowdfunding*, nel corso del tempo, ha subito rilevanti modifiche anche per ciò che concerne gli aspetti regolamentari: il ["Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line"](#) (di seguito, anche "Regolamento"), adottato dalla Consob nel 2013⁸, dopo essere stato oggetto di importanti "innovazioni" nel 2016⁹, nel luglio 2017 è stato sottoposto a una nuova consultazione pubblica. In tale sede, Il CNDCEC ha rappresentato diverse osservazioni tra cui: i) l'auspicabile estensione dell'operatività dei portali on line anche alle operazioni di finanziamento delle imprese attraverso capitale di debito (ad esempio mini bond, cambiali finanziarie, obbligazioni, ecc.); ii) l'ampliamento degli strumenti di tutela degli investitori *retail* (informazioni puntuali sul collegio sindacale, sul revisore legale, sui consulenti legali o finanziari e sui pareri rilasciati); iii) un approccio "proporzionale" sui requisiti richiesti ai gestori di portale. Una parte significativa delle citate osservazioni sono state recepite nella nuova versione del Regolamento, in vigore dallo scorso 3 gennaio 2018.

di settore. Ad ogni modo, anche al netto del *real estate crowdfunding*, la raccolta media per campagna è cresciuta comunque, passando da € 229.000 nel 2017 a € 265.000 nel 2018, soprattutto grazie al maggior numero di investitori per campagna.

⁷ Alcuni valori sono stati oggetto di arrotondamento.

⁸ Adottato con Delibera n. 18592 del 26 giugno 2013.

⁹ Ad opera della Delibera Consob n. 19520 del 24 febbraio 2016.

Il presente documento, redatto in collaborazione con Consob, nasce dall'esigenza di offrire una visione organica del quadro normativo e della cornice regolamentare attualmente in vigore, rilevando le variazioni intervenute nel corso del tempo, approfondendo gli aspetti operativi più significativi ed evidenziando il ruolo dei professionisti, tra cui i commercialisti, nella diffusione dell'utilizzo e della gestione di uno strumento di finanziamento non ancora adeguatamente conosciuto, che presenta anche elementi di elevata complessità, da approcciare con adeguate conoscenze e competenze.

2. Caratteristiche delle operazioni di equity crowdfunding

Come in precedenza accennato, con la Legge di Bilancio 2017¹⁰, l'accesso allo strumento dell'*equity crowdfunding* è stato esteso a tutte le piccole e medie imprese¹¹ a prescindere dalla loro caratterizzazione tecnologica (innovative o meno) e dallo stadio di sviluppo (startup o imprese più mature).

Sempre in materia, particolare rilievo ha assunto il D.L. 50/2017¹² che – modificando, tra l'altro, il Decreto-Legge 179/2012 (c.d. Decreto Crescita *bis*) – con l'art. 57, comma 1, ha esteso a tutte le piccole e medie imprese costituite in forma di S.r.l. le deroghe al diritto societario già previste per le start-up innovative, ivi inclusa la possibilità di offrire al pubblico le quote sociali anche attraverso i portali per la raccolta di capitali (deroga al 2468 cc).

Giova, infine, ricordare che le nozioni di startup innovativa e di PMI innovativa mantengono il loro rilievo per l'applicazione della pertinente normativa di vantaggio in materia civilistica, giuslavoristica e fiscale, come si approfondirà di seguito.

Alla luce dei suddetti provvedimenti, principalmente intervenuti sul TUF¹³, si è reso necessario un adeguamento al Regolamento Consob n. 18592/2013¹⁴, entrato in vigore nella nuova versione dal 3 gennaio 2018.

È ragionevole attendersi ulteriori adattamenti del Regolamento per effetto del nuovo comma 1-ter, inserito con la Legge di Bilancio 2019 (art. 1, comma 238, L. 30 dicembre 2018, n. 145) nell'art. 100-ter del TUF (*Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali*), che apre alla possibilità di sottoscrivere anche obbligazioni o titoli di debito in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la

¹⁰ In particolare, art. 1, comma 70.

¹¹ In particolare, al comma 5-novies dell'art. 1 del TUF è stato sostituito l'acronimo di "PMI" con la denominazione per esteso di "piccole e medie imprese", al fine di non ingenerare confusione con la definizione di PMI utilizzata dall'art. 1, comma 1, lett. w-quater 1, TUF, che riguarda il diverso novero delle piccole e medie imprese quotate o quotande. Il nuovo testo precisa altresì che, ai fini dell'individuazione delle piccole e medie imprese rilevanti per la disciplina sull'*equity crowdfunding*, occorre fare riferimento all'art. 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del nuovo regolamento europeo sul prospetto informativo - regolamento (UE) 2017/1129 – che definisce le PMI come le: "società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 000 000 EUR e fatturato netto annuale non superiore a 50 000 000 EUR".

¹² Decreto-Legge n. 50 del 24 aprile 2017 ("Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo") convertito con modificazioni dalla Legge 21 giugno 2017, n. 96.

¹³ "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria" – D.Lgs. 58/1998. Si vedano gli artt. 50-quinquies e 100-ter.

¹⁴ Già oggetto di revisione ad opera della Delibera Consob n. 19520 del 24 febbraio 2016.

raccolta del capitale di rischio, nei limiti stabiliti dal codice civile, agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob.

Alla data presente, con riferimento all'ambito soggettivo, i potenziali offerenti possono essere:

1. piccole e medie imprese come definite dall'art. 2, paragrafo I, lettera (f), primo alinea, del Regolamento UE 2017/1129¹⁵, al cui interno in sostanza sono ricomprese anche le nozioni di *start up* innovative e di PMI innovative;
2. organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese.

Con riferimento, invece, agli strumenti finanziari potenzialmente oggetto di offerta, possono essere proposti attraverso i portali on-line: i) strumenti rappresentativi di capitale di rischio (quote/azioni); ii) quote di OICR che investono prevalentemente in piccole e medie imprese; iii) obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese¹⁶.

Da ultimo, occorre rilevare che, nell'ambito della Riforma del Terzo Settore, il D.Lgs. 112/2017¹⁷, con l'art. 18, comma 8, ha introdotto all'interno del TUF (art. 1, comma 5-*duodecies*) la definizione di "imprese sociali" intendendosi per tali: "le imprese sociali ai sensi del decreto legislativo di cui all'articolo 1, comma 2, lettera c), della Legge 6 giugno 2016, n. 106, costituite in forma di società di capitali o di società cooperativa". Il citato decreto ha quindi esteso le ulteriori disposizioni del TUF in tema di *crowdfunding* anche all'offerta di strumenti di capitale da parte delle imprese sociali¹⁸.

2.1. Schema e modalità di offerta al pubblico

Un'operazione di *equity crowdfunding* può essere vista come un'offerta pubblica iniziale o IPO (*Initial Public Offering*) che, anziché essere effettuata in Borsa, si svolge su un portale on-line, dove il prezzo dei titoli proposti in sottoscrizione è il risultato di un processo di valutazione¹⁹ della quota di *equity* offerta. In questa attività, che rappresenta per l'investitore un imprescindibile elemento per effettuare una consapevole scelta di investimento, l'offerente chiede generalmente di essere assistito da un

¹⁵ "Regolamento (UE) 2017/1129 Del Parlamento Europeo E Del Consiglio del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE".

¹⁶ L'art. 1, comma 5-*novies* del D.Lgs. 58/1998 è stato modificato in tal senso ad opera dell'art. 1, comma 236, della Legge di Bilancio 2019 (Legge 30 dicembre 2018, n. 145, "Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2019 e bilancio pluriennale per il triennio 2019-2021").

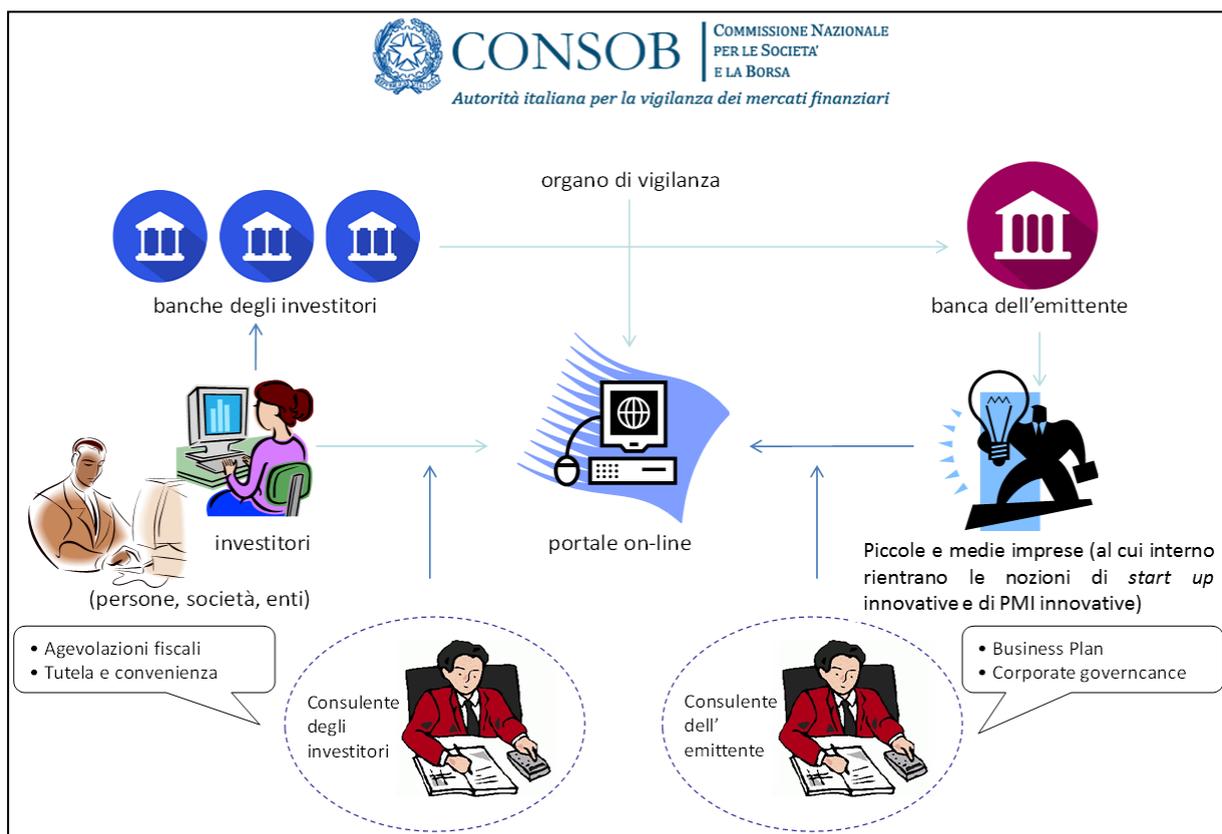
¹⁷ Decreto Legislativo 3 luglio 2017, n. 112, "Revisione della disciplina in materia di impresa sociale, a norma dell'articolo 2, comma 2, lettera c) della legge 6 giugno 2016, n. 106".

¹⁸ L'efficacia di queste disposizioni è tuttavia subordinata, ai sensi del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, all'autorizzazione della Commissione Europea, pertanto le eventuali modifiche al Regolamento che si rendessero necessarie per l'adeguamento al profilo delle imprese sociali verranno adottate da Consob subordinatamente all'ottenimento dell'autorizzazione da parte della Commissione UE.

¹⁹ Concettualmente, il valore economico di una azienda, al pari di una qualsiasi attività finanziaria, è funzione dei risultati che l'investimento nel capitale della società, considerato unitariamente, è in grado di generare nel tempo, e cioè dei flussi di liquidità che si stima si renderanno disponibili nel futuro per un generico investitore. In materia esistono diversi metodi di valutazione tra cui i modelli finanziari, reddituali, patrimoniali-reddituali (meglio noti come "misti"), patrimoniali complessi e patrimoniali semplici, metodi finanziari (DCF o dei multipli di mercato).

professionista. Diversamente dalle IPO, nell'*equity crowdfunding* il prezzo di offerta è sempre definito in forma puntuale prima dell'inizio dell'offerta.

In questo contesto, riportando in forma grafica lo schema tipico di un'operazione di *equity crowdfunding*, appare evidente il ruolo che i diversi attori (tra cui i commercialisti) devono interpretare per sostenere lo sviluppo di questo strumento di finanza innovativa e, conseguentemente, la crescita economica del sistema Paese (*infra*).



L'*equity crowdfunding* consente alle piccole e medie imprese, come si è visto, di raccogliere capitale di rischio on-line, anche in forza della previsione di una deroga all'art. 2468²⁰, comma 1, C.C., mediante la quale si ammette la possibilità che le S.r.l. possano offrire al pubblico le quote sociali anche attraverso i portali per la raccolta di capitali, purché ciò avvenga avvalendosi di portali iscritti/annotati nel registro²¹ tenuto dalla Consob e nel rispetto della normativa regolamentare. È a questo modello societario, invero, che si pensa come terreno elettivo per l'applicazione dello strumento²².

²⁰ Cfr. art. 26 del D.L. 179/2012 (c.d. Decreto Crescita bis).

²¹ In particolare, nel registro tenuto dalla Consob sono iscritti i soggetti che esercitano professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali di rischio (c.d. gestori "da autorizzare" per i quali è previsto un apposito procedimento di autorizzazione per l'iscrizione). Al registro è annessa una sezione speciale ove sono annotati i gestori "di diritto", quali: le SIM, le imprese di investimento UE, le imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, i gestori di cui all'art. 1, comma 1, lettera q-bis), del Testo Unico, limitatamente all'offerta di quote o azioni di OICR che investono prevalentemente in piccole e medie imprese e le banche, autorizzati ai relativi servizi di investimento, che comunicano alla Consob, prima dell'avvio dell'operatività, lo svolgimento dell'attività di gestione di un portale. Cfr. art. 4 del Regolamento.

²² Fermo restando che per le S.p.a. l'accesso all'*equity crowdfunding* è reso decisamente più agevole dal fatto che la veste giuridica sia già tipicamente disposta alla raccolta di capitale e alla circolazione delle partecipazioni.

Un'operazione di *equity crowdfunding* si articola, in estrema sintesi, in tre fasi successive e consecutive:

1. preparazione alla pubblicazione dell'offerta;
2. raccolta;
3. *closing* e post-raccolta.

Durante la fase di preparazione alla pubblicazione dell'offerta²³ su un portale, l'offerente instaura con il Gestore della piattaforma un rapporto di comunicazione diretto ad approfondire le caratteristiche ed i requisiti dell'operazione e valutare le effettive opportunità legate ad essa e/o la mancanza delle condizioni necessarie alla sua corretta riuscita, nonché l'esistenza dei requisiti di legge, dopodiché si procede alla realizzazione di tutte le attività propedeutiche. In pratica, la società che vuole proporre un'operazione di *equity crowdfunding*, si trova a dover deliberare un aumento di capitale a pagamento, mediante emissione di nuove partecipazioni (quote oppure azioni) da offrire in sottoscrizione a terzi per mezzo di internet. Si applicano, dunque, le normali regole previste dal diritto societario e tributario per operazioni di questo tipo con alcune importanti precisazioni:

- innanzitutto, occorre rilevare che, al momento, nessun portale tra quelli autorizzati e operanti in Italia offre alle piccole e medie imprese la possibilità di pubblicare autonomamente on-line una propria offerta (modello *free-access*) ma tutti sottopongono i potenziali offerenti ad un'istruttoria preliminare (modello *limited-access*). La prima operazione da effettuare per una società che volesse utilizzare lo strumento dell'*equity crowdfunding* è dunque quella di contattare il gestore di un portale e sottoporre la propria candidatura per il lancio di un'offerta²⁴;
- si deve tenere conto, poi, che la raccolta può completarsi con successo solo se una quota non inferiore al 5% dell'aumento di capitale effettivamente realizzato è sottoscritta, alternativamente, da investitori professionali, fondazioni bancarie, incubatori di start-up innovative "certificati" o investitori a supporto delle piccole e medie imprese. Per investitori "professionali" s'intendono i clienti professionali privati di diritto e su richiesta²⁵ nonché i clienti professionali pubblici di diritto e su richiesta mentre, sono definiti "investitori a supporto delle piccole e medie imprese" coloro i quali dispongono di un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a € 500.000, ed hanno effettuato, nell'ultimo biennio, almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in PMI, ciascuno dei quali per un importo almeno pari a € 15.000 oppure hanno ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in piccole e medie imprese diverse dalla società offerente²⁶; la soglia in questione può essere ridotta al 3%, secondo quanto disposto dal nuovo comma 2-ter dell'art. 24 del Regolamento,

²³ Per "pubblicazione dell'offerta" o "lancio di un'offerta" s'intende, in gergo tecnico, il momento in cui il box contenente le informazioni sull'offerta è reso accessibile agli utenti del portale e si consentono le adesioni alla stessa.

²⁴ Questa apparente limitazione, però, consente al candidato di misurarsi anticipatamente con eventuali criticità e, possibilmente, evitare un inutile dispendio di tempo e risorse.

²⁵ Individuati nell'Allegato 3, rispettivamente ai punti I e II, del Regolamento Consob in materia di intermediari, adottato con Delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 (*infra*).

²⁶ Cfr. art. 24, c. 2, del Regolamento.

laddove le piccole e medie imprese che effettuano l'offerta siano in possesso della certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta, redatta da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili;

- deve essere stabilito, inoltre, se s'intendono offrire in sottoscrizione a terzi quote ordinarie oppure quote munite di diritti diversi: essendo stata di recente consentita a tutte le S.r.l. la categorizzazione delle quote, può essere considerata la possibilità di riservare ai soci investitori quote con diritti patrimoniali rafforzati ma prive del diritto di voto o con diritto di voto non proporzionale alla partecipazione, o limitato a particolari argomenti, o subordinato a determinate condizioni, come le più comunemente note "azioni di risparmio";
- come ogni caso di offerta a terzi estranei alla compagine sociale dei fondatori, deve essere determinato il valore della società e, conseguentemente, stabilita la percentuale di partecipazione al capitale che si offre a fronte dell'apporto richiesto. La parte che eccede il valore nominale rappresenterà il sovrapprezzo delle quote;
- l'aumento di capitale può essere liberato unicamente in denaro (la raccolta avviene, appunto, su un conto corrente bancario dedicato ad essa) con versamento contestuale e integrale, all'atto della sottoscrizione, del valore nominale e dell'eventuale sovrapprezzo;
- generalmente, l'offerente definisce una somma minima al raggiungimento della quale l'aumento di capitale si intende eseguito (quota inscindibile) ed un ulteriore ammontare fino ad un massimo (quota scindibile). Quindi, qualora non si arrivi all'importo minimo dell'aumento di capitale, le somme versate sono restituite agli investitori, mentre se viene raggiunto detto importo minimo (*target*) l'offerta s'intende andata a buon fine mentre se le sottoscrizioni superano il target si registra il c.d. *overfunding*; non può mai, evidentemente, essere superato il tetto massimo stabilito in fase di aumento di capitale (*infra*) per cui eventuali sottoscrizioni eccedenti sono respinte;
- l'offerta non può superare la soglia di 8 milioni di euro prevista dalla Direttiva Prospetto e dall'art. 34-ter, comma 1, lettera c, Reg. Emittenti Consob²⁷.

La preparazione di un'offerta si completa con:

- 1) la predisposizione del Documento Informativo destinato agli investitori recante i contenuti di cui all'Allegato 3 del Regolamento Consob (tra cui i rischi specifici dell'emissione);
- 2) l'apertura del conto corrente vincolato presso l'istituto finanziario convenzionato con il Gestore per il servizio di perfezionamento ordini e
- 3) la consegna del materiale informativo, solitamente costituito da:
 - il video di presentazione della società, del progetto e dei suoi promotori;
 - i C.V. dettagliati del *management team*, i bilanci approvati con il relativo giudizio del soggetto incaricato della revisione (se presente) e una situazione contabile aggiornata;

²⁷ Cfr. art.100-ter, c.1, TUF e art.34-ter, lett. c) Regolamento Emittenti adottato da Consob con Delibera n.11971 del 14 maggio 1999 come modificato, da ultimo, con Delibera n. 20686 del 9 novembre 2018 (aumento da 5 a 8 milioni).

-
- la versione definitiva del Business Plan (*infra*) atta a consentire ai potenziali investitori un'attendibile valutazione in merito alla bontà e al rischio dell'investimento;
 - eventuali pareri rilasciati da esperti in merito all'asseverazione dei dati storici e/o prospettici riportati nel Business Plan, all'attestazione dell'eseguita valutazione della società, alle privative industriali rivendicate, alla verifica del corretto adempimento delle obbligazioni verso terzi e istituti di credito, alla verifica del corretto adempimento delle obbligazioni fiscali e di quelle contributive, alle ulteriori verifiche;
 - altro materiale grafico eventualmente richiesto (foto, loghi, ecc.);
 - altra documentazione ritenuta utile (patti parasociali, accordi d'investimento, decreti di attribuzione di contributi pubblici; accreditamenti e premi ottenuti; rapporti con incubatori).

All'esito dei predetti adempimenti, qualora non siano intervenuti nuovi elementi rilevanti, il Gestore provvederà a pubblicare l'offerta sul proprio portale per l'intero periodo di raccolta stabilito nella delibera di aumento del Capitale Sociale. Durante tale fase (che potrà eventualmente essere inferiore a quanto stabilito nella delibera, qualora il *funding* richiesto venga raggiunto prima del termine)²⁸, l'offerente è tenuto ad aggiornare la documentazione pubblicata in caso di errori materiali o qualora intervengano fatti o circostanze che rendano necessario tale aggiornamento dandone tempestiva comunicazione al Gestore perché possa portarne a conoscenza gli investitori che hanno aderito all'offerta. Si ricorda che il Gestore del portale, in virtù della normativa cui è sottoposto, può svolgere unicamente servizi c.d. "esecutivi" (raccolta degli ordini di adesione alle offerte) e non può effettuare alcun tipo di comunicazione specifica su una singola offerta o attività di consulenza in materia di investimenti (attività riservata a soggetti abilitati). Al Gestore è consentito porre in essere tutte quelle attività finalizzate a promuovere la conoscenza delle informazioni relative alla gestione del portale (assetti proprietari, soggetti aventi funzioni di amministrazione, direzione e controllo, procedure, costi, attività svolte, ecc.) nonché all'investimento in strumenti finanziari tramite portali (rischi, divieti, diritti, trattamento fiscale, ecc.).

Al momento della pubblicazione dell'offerta e/o durante la fase di raccolta, quindi, generalmente l'offerente effettua, nei modi ritenuti più opportuni, un'attività, pianificata con un adeguato anticipo, di comunicazione della sua iniziativa imprenditoriale attraverso adeguati canali mediatici. Le informazioni diffuse tramite tale attività devono essere veritiere, non ingannevoli e coerenti con la documentazione pubblicata astenendosi dal fare qualsiasi forma di promozione o collocamento presso il pubblico e facendo rinvio al portale e alla documentazione prevista dalla disciplina in questione. L'offerente, inoltre, si rende disponibile a fornire le informazioni richieste dai potenziali investitori che lo avvicinano per il tramite del portale. Il Gestore, durante la raccolta, è tenuto ad aggiornare i contatori dell'offerta che misurano lo stato delle adesioni attraverso funzionalità di *online updating* del box dedicato sul portale.

Addivenendo al raggiungimento del *target* della raccolta entro i termini previsti dalla delibera di aumento di capitale, l'offerta viene chiusa ed il Gestore (i) ordina all'istituto finanziario lo svincolo delle

²⁸ È facoltà dell'offerente di prolungare, qualora lo ritenga opportuno, il periodo di raccolta previa nuova delibera dell'assemblea.

somme e (ii) comunica all’offerente le anagrafiche dei nuovi soci con le rispettive quote di partecipazione affinché provveda a depositare presso il Registro delle Imprese competente l’elenco soci aggiornato e l’attestazione di cui all’art. 2481-*bis*, ultimo comma, C.C., e ad aggiornare il valore del capitale sociale nominale indicato nel relativo articolo dello statuto societario. Gli investitori che hanno sottoscritto l’aumento di capitale on-line si troveranno così ad essere a tutti gli effetti soci della startup o della piccola e media impresa che ha promosso l’offerta. Spetta all’offerente, dopo il *closing* positivo della campagna, stabilire e mantenere un contatto con i nuovi soci che permetta di valorizzare al massimo le relazioni ed il network che si sono creati grazie all’operazione.

2.2. *Obblighi dei portali*

La possibilità di raccogliere capitale di rischio tramite portali on-line è stata accompagnata fin dall’inizio, nel nostro Paese, dalla predisposizione di un set di tutele e di protezioni mirato a rendere l’ambiente particolarmente affidabile per gli investitori, specialmente quelli “non professionali”. L’impianto regolamentare, infatti, prevede una serie di doveri (tanto per i gestori dei portali che per gli investitori) e di diritti (per gli investitori) mediante i quali proteggere il pubblico risparmio. I principali obblighi possono essere sintetizzati come segue:

- i portali devono mettere a disposizione degli investitori le informazioni sugli emittenti e sulle singole offerte attraverso apposite schede redatte secondo un modello standard previsto dalla Consob²⁹ (max 5 pagine per favorire la diffusione delle informazioni sulle singole offerte, la comparabilità delle stesse nonché la riduzione delle asimmetrie informative). Tra le informazioni da fornire agli investitori, rilevano specifici obblighi di *disclosure* quali: il Business Plan dell’offerente, i curriculum vitae dei promotori/organi sociali, i rischi specifici dell’offerta, l’informativa contabile, ecc. (*infra*)³⁰;
- i Gestori devono accertare la presenza delle clausole obbligatoriamente previste a tutela delle minoranze all’interno degli statuti degli offerenti e verificare la presenza di investitori “qualificati” per una quota almeno pari al 5% dell’ammontare raccolto sulla singola offerta, o al 3% nel caso in cui l’emittente sia in possesso della certificazione di bilancio, come in precedenza evidenziato³¹;
- ai Gestori di portali è vietato detenere i fondi raccolti³²: la provvista necessaria al perfezionamento degli ordini viene costituita, per ciascuna offerta, in un conto indisponibile destinato all’offerente acceso presso “i soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini”³³, come definiti dall’art. 2, comma 1, lettera e-*bis*) del Regolamento. Ai Gestori è inoltre vietato eseguire gli ordini acquisiti: essi hanno l’obbligo di trasmettere le disposizioni riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari esclusivamente ai “soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini”, che ne curano il perfezionamento; agli investitori non professionali è imposto un “percorso di investimento

²⁹ Cfr. Allegato 3, Regolamento.

³⁰ Cfr. Artt. 15, 16, Regolamento.

³¹ Cfr. Art. 24, Regolamento.

³² Cfr. Art. 25, Regolamento.

³³ In particolare: le banche, le SIM, le imprese di investimento UE, le imprese di paesi terzi diverse dalle banche e, con riferimento agli ordini riguardanti azioni o quote di OICR, i relativi gestori.

consapevole³⁴ prima di poter generare un ordine di sottoscrizione, verificato attraverso la compilazione on-line di un questionario da cui risulti la presa visione delle informazioni e la comprensione delle caratteristiche e dei rischi dell'investimento³⁵. Ad essi, inoltre, si applicano le tutele previste dalla Direttiva MiFID (identificazione e profilatura) per investimenti di importo superiore a determinate soglie, singolarmente o su base annuale³⁶ a meno che il Gestore non abbia scelto di introdurre la possibilità di concludere le operazioni integralmente on-line attraverso la verifica del livello di esperienza e conoscenza necessario agli investitori³⁷. In tale ultimo caso, ai gestori «autorizzati» sono richiesti specifici requisiti organizzativi/procedurali, al fine di effettuare la valutazione di appropriatezza (*opt-in*), lasciando agli intermediari abilitati le attività relative alla costituzione della provvista e all'esecuzione delle operazioni (senza necessità di stipulare un contratto quadro in forma scritta);

- ai Gestori di portali “autorizzati”³⁸ è stata, da ultimo, prescritta l'adesione a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori riconosciuto ai sensi dell'art. 59 del TUF³⁹. In alternativa, i gestori possono stipulare un'assicurazione a copertura della responsabilità per i danni derivanti al cliente dall'esercizio dell'attività professionale, che preveda: a) per ciascuna richiesta di indennizzo, una copertura di almeno ventimila euro; b) per l'importo totale delle richieste di indennizzo, una copertura di almeno un milione di euro all'anno per i gestori che effettuano direttamente la verifica prevista dall'art. 13, comma 5-*bis* (c.d. verifica di appropriatezza), e di almeno cinquecentomila euro all'anno per gli altri gestori⁴⁰.

Un cenno merita, infine, la Delibera Consob n. 20264 del 17 gennaio 2018 - in vigore dal 31 gennaio 2018 - che introducendo il nuovo art. 20-*bis* (procedure per la segnalazione delle violazioni), ha previsto - facendo esclusivo riferimento ai gestori di portali autorizzati - le disposizioni attuative dell'art. 4-*undecies* del TUF che riguarda il c.d. *whistleblowing* interno, ossia le procedure specifiche per la segnalazione, da parte del personale, di atti o fatti che possano costituire violazioni delle norme disciplinanti l'attività svolta, nonché del Regolamento UE n. 596/2014 in materia di abusi di mercato.

Seguendo un approccio in linea con il principio di proporzionalità, sono stati definiti i contenuti minimi delle procedure e, in particolare: i) l'obbligatorietà dell'implementazione dei sistemi interni di segnalazione delle violazioni; ii) l'approvazione delle procedure da parte dall'organo di amministrazione; iii) l'obbligatorietà dell'individuazione di una figura ad hoc cui attribuire la responsabilità dei sistemi di segnalazione; iv) l'esigenza di tutela della confidenzialità delle

³⁴ Laddove però i gestori “autorizzati” non scelgano di effettuare la valutazione di appropriatezza, è stata eliminata la necessità di somministrare agli investitori il questionario comprovante la piena comprensione delle caratteristiche e dei rischi degli strumenti (duplicazione delle attività che, in tali casi, i soggetti abilitati dovranno continuare a svolgere nei confronti degli investitori in applicazione della “disciplina MiFID”) - cfr. Art. 15 Regolamento.

³⁵ Cfr. Art. 15, Regolamento.

³⁶ Cfr. Art. 17, Regolamento.

³⁷ Cfr. Art. 13, c. 5-*bis*, Regolamento.

³⁸ Cfr. Art. 7-*bis* Regolamento.

³⁹ Cfr. Decreto Legislativo 3 agosto 2017, n. 129 di attuazione della direttiva 2014/65/UE (MiFID II).

⁴⁰ La presente disposizione entrerà in vigore dal 12 giugno 2018.

informazioni; v) l'obbligo di divulgazione interna delle caratteristiche dei predetti sistemi; vi) la possibilità di fare ricorso a soluzioni semplificate o *all'outsourcing*.

3. Rischi e opportunità per gli emittenti

3.1. Liquidità, scalabilità e caratteristiche delle imprese *venture backed*

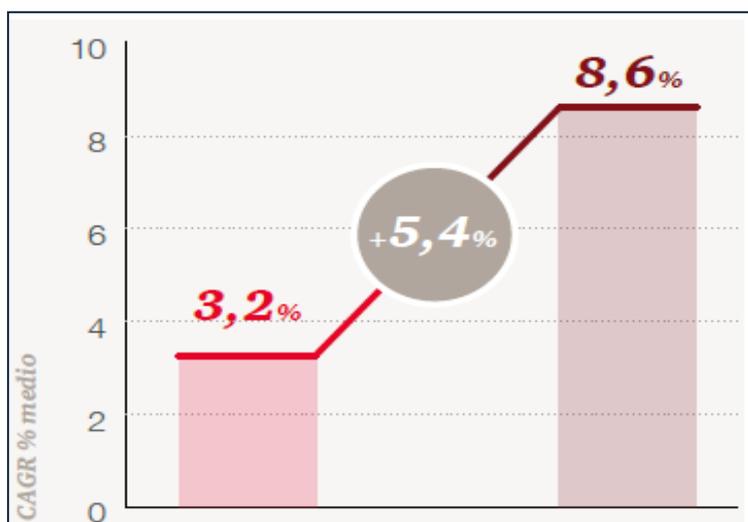
Nel corso degli ultimi anni, il fenomeno dell'offerta pubblica di vendita e di contestuale ammissione alle negoziazioni di imprese partecipate da operatori di *private equity* (chiamate "imprese *venture backed*"), è divenuto rilevante anche in Italia, dopo essere stato osservato negli Stati Uniti e negli altri Paesi europei. Alcune ricerche hanno evidenziato come le imprese che sono state partecipate da investitori nel capitale di rischio siano più performanti rispetto alle migliori società europee e americane. Ciò dimostra quanto l'attività di investimento nel capitale di rischio contribuisca allo sviluppo del sistema industriale e dell'economia nel suo complesso.

Da altre recenti indagini, che hanno confrontato un campione costituito da più di 2.000 imprese *venture backed* con le imprese top 500 di 12 Paesi europei, è emerso che il capitale di rischio riveste un ruolo importante nel processo di crescita e sviluppo delle imprese finanziate. In media, le imprese *venture backed* hanno incrementato su base annua:

- le vendite del 35%;
- i profitti lordi del 25%;
- gli investimenti in ricerca e sviluppo dell'8,6%.

Il mercato italiano, d'altro canto, conferma i dati positivi, mostrando un incremento dei ricavi superiore al benchmark del 5,4%.

Tabella 2 - Crescita annua dei ricavi 2005 - 2015



Fonte: "L'impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia", PriceWaterhouseCoopers – 27/03/2017.

All'imprenditore sono generalmente note le "regole" del finanziamento di tipo tradizionale, ottenibile, ad esempio, da un istituto di credito. Egli sa, dunque, che la capacità di ripagare il debito, sotto forma

di quote di capitale e di interessi, è garantita dal patrimonio aziendale e, talora, dai suoi beni personali. Nel caso in cui risulti impossibile il rimborso del prestito, la banca può chiedere che l'azienda venga messa in liquidazione e può rivalersi sul suo attivo.

Gli intermediari tradizionali, d'altra parte, anche alla luce dei nuovi requisiti di capitale imposti dalla regolamentazione, sono meno propensi ad assumere rischi significativi, diversamente da un investitore nel capitale di rischio, che condividendo con l'imprenditore (generalmente il fondatore dell'azienda) il rischio di impresa, è interessato all'incremento di valore della partecipazione nel medio-lungo termine e cercherà di sostenerne la crescita senza limitarsi ad un mero coinvolgimento nel capitale apportando, con ogni probabilità, la propria esperienza, competenza, funzione di controllo e *network* di relazioni⁴¹.

In materia, quindi, l'*equity crowdfunding* potrebbe anche favorire, in futuro, la raccolta di capitali di debito attraverso il meccanismo implicito di validazione del modello d'impresa da parte della comunità *on-line*; in tale prospettiva, potrebbe infatti svolgere una funzione simile un giudizio di *rating* utilizzabile per concedere finanziamenti a realtà altrimenti difficilmente finanziabili. Potrebbero essere erogati finanziamenti ancorati ad un multiplo del capitale raccolto in un'ottica di rafforzamento complessivo dell'iniziativa imprenditoriale.

3.2. Necessità e ruolo del Business Plan

Il ruolo del Business Plan (di seguito, anche "BP") come strumento di comunicazione con soggetti esterni alla compagine aziendale è indiscusso: esso rappresenta il documento centrale mediante il quale l'imprenditore è in grado di definire il complesso dei fabbisogni che si creano a livello d'impresa per effetto dell'investimento ed i ritorni finanziari da esso realizzabili nel tempo. Su queste informazioni si basano le valutazioni del finanziatore, in relazione alla solidità finanziaria di un'azienda nel medio-lungo periodo, nonché alla redditività e rischiosità del progetto.

Consob ha voluto certificare il ruolo svolto dal Business Plan prevedendone l'obbligatorietà per le società che vogliano proporre un'offerta pubblica mediante un portale *on-line*, che deve rendere consultabile un BP dal quale l'analista esterno possa evincere tutti gli elementi per la valutazione dell'iniziativa proposta.

Se, da un lato, non sarà il solo Business Plan a stimolare l'investimento in un progetto imprenditoriale innovativo, dall'altro, difficilmente un investitore è disposto a offrire il proprio denaro in una società, soprattutto se di recente costituzione, se prima non ne ha compreso il settore di operatività, i punti di forza, gli obiettivi, la progettualità.

Il BP è il piano nel quale il progetto viene sviluppato in termini di linguaggio aziendale. Esso è la base per la richiesta del capitale di rischio e quindi è, spesso, per l'imprenditore il primo strumento di contatto con gli investitori.

Il processo di preparazione del Business Plan deve coinvolgere tutta l'azienda e deve esplicitare, in termini quantitativi, gli obiettivi da raggiungere e la loro compatibilità con le risorse (finanziarie, tecnologiche, conoscitive e umane) di cui l'impresa dispone o vorrebbe disporre, tenendo conto delle

⁴¹ AIFI – Guida pratica al capitale di rischio.

caratteristiche del contesto competitivo in cui l'impresa si misura e del mercato al quale si rivolge. Il suo contenuto deve riguardare almeno i seguenti elementi:

- come nasce e cosa fa l'azienda;
- quali sono le caratteristiche del mercato di riferimento e come si pensa di posizionarsi al suo interno;
- la descrizione del piano tecnico, di marketing, e organizzativo;
- quali investimenti saranno effettuati con i fondi raccolti;
- le opportunità e minacce del mercato in cui l'impresa opera e i punti di forza e di debolezza del progetto;
- le proiezioni economico-finanziarie e l'analisi di sensitività, ossia della variabilità degli scenari in funzione di variazioni probabili delle ipotesi di base;
- esplicitazione della situazione attuale, offrendo anche una sintesi dei dati economico-finanziari storici, relativi agli ultimi tre anni (ove esistenti), e prospettici, mediante l'utilizzo di rendiconti finanziari, conti economici, stati patrimoniali e indici di analisi economico-finanziaria.

Relativamente all'orizzonte temporale da prendere a riferimento per il Business Plan, esso varia a seconda che si tratti di un singolo progetto o di un'impresa: mentre nel primo caso il periodo temporale di riferimento può coprire l'intera vita del progetto, nel secondo caso generalmente varia da tre a cinque anni, con un grado di analisi molto dettagliato per il primo anno e un approccio più generalizzato per gli anni successivi.

Il potenziale investitore si aspetta di trovare nel Piano accurate previsioni sulle prospettive di sviluppo dell'idea/progetto; perciò, fin dall'indice⁴² deve trovare un'impostazione razionale del lavoro che gli permetta una rapida individuazione dei capitoli ai quali può essere maggiormente interessato: in questo senso, assume un ruolo decisivo anche l'impostazione dell'*executive summary*, una sorta di "anteprima" o di Piano "in miniatura" che precede e riassume i contenuti analizzati nel dettaglio all'interno del documento.

Nella stesura del Business Plan, il *management* dovrà quindi considerare che i potenziali finanziatori giudicheranno il lavoro svolto con criteri diversi rispetto a quelli utilizzati dalla direzione aziendale, in quanto l'enfasi sarà sulla capacità dell'azienda di creare valore per l'investitore e di facilitare l'eventuale successiva liquidazione dell'investimento effettuato.

Non poca attenzione sarà inoltre dedicata dall'investitore alla comprensione delle modalità di elaborazione del BP e alle competenze del *management*. In questo senso, costituiranno punti di forza rilevanti:

- l'aver concepito il Business Plan come sintesi di un'analisi di più scenari possibili (ad esempio, ottimistico - medio - pessimistico) a ciascuno dei quali è stata attribuita una probabilità di accadimento;

⁴² Generalmente il Business Plan è formato di seguenti paragrafi: Copertina; Indice; *Executive Summary*; Presentazione del business e del contesto di sviluppo; Analisi del Mercato di riferimento; Piani Operativi; Quantificazione dei costi (di struttura e di funzionamento); Definizione del prezzo di vendita e stima del fatturato previsto; Previsioni Economico-Finanziarie; Determinazione dell'*enterprise value* e della frazione di equity offerta; Appendici.

-
- l'aver coinvolto l'organizzazione aziendale nel processo di business planning nei termini già discussi e il fatto che sia presente un management motivato, compatto, capace di fare "gioco di squadra", con un *track record* di successo e con competenze riconosciute nel settore.

Le principali opportunità connesse all'elaborazione di un BP possono essere così sintetizzate:

- stimola a proiettare l'idea/progetto nel futuro;
- spinge ad analizzare le opportunità e minacce del mercato in cui l'impresa opera e i punti di forza e di debolezza del progetto imprenditoriale e quindi anche la sua strategia di realizzazione;
- stimola la comunicazione e il confronto all'interno dell'azienda/management team/promotori;
- induce a pensare in termini di valore creato.

Ovviamente, va evidenziato come, in ogni caso, si tratti di un documento che presenta dei limiti. Di conseguenza, è necessario evitare di attribuire al Business Plan infallibili capacità di predire il futuro: il documento deve prontamente essere riformulato qualora mutino le variabili e gli assunti sui quali è stato pensato.

Lo stadio del progetto rappresenta un'altra componente importante per l'investitore, in quanto, ad esempio, l'esistenza di almeno un prototipo del prodotto che si intende proporre (il cui sviluppo ha abitualmente già richiesto un impegno finanziario da parte dell'imprenditore) spesso offre maggiore sicurezza all'investitore. Unitamente allo stadio di sviluppo, l'assenza di un vantaggio temporale specifico (*time to market*) rispetto al mercato può a volte essere causa del mancato investimento.

Uno scarso dinamismo ed esperienza (il cosiddetto *track record*) da parte del *management team*, nonché una scarsa volontà dello stesso di accettare meccanismi di incentivazione, è segnale del fatto che l'iniziativa ha probabilità di riuscita piuttosto basse.

Una delle cause principali che portano a scartare il progetto è la sensazione di mancanza di chiarezza, lealtà e trasparenza nei rapporti e la convinzione che, soprattutto nel caso di imprese a conduzione familiare, i rapporti tra famiglia e impresa non siano improntati alla necessaria professionalità. Come si è detto, quando il Business Plan è utilizzato nell'ambito di un'offerta pubblica di quote o azioni rivolta a terzi mediante un portale on-line, è indispensabile prevedere una sezione riguardante le modalità con le quali si è determinata la quota di partecipazione al capitale della società offerta agli investitori in cambio dell'apporto finanziario richiesto (*infra*).

È bene precisare che la normativa non richiede di accompagnare l'offerta al pubblico con una perizia giurata; tuttavia, la descrizione del metodo utilizzato per la valutazione della quota di equity, rappresenta per l'investitore un imprescindibile elemento di solidità della proposta.

3.3. *Obblighi informativi e clausole statutarie a tutela degli investitori.*

Il Regolamento Consob, oltre alla disciplina di dettaglio e agli obblighi di informazione, contiene talune norme dedicate alla salvaguardia degli interessi degli investitori non qualificati. Il sistema, infatti, è composto da diversi ed eterogenei strumenti (alcuni dei quali già menzionati) posti a tutela del sottoscrittore non qualificato, a favore del quale, infatti, il Regolamento predispose:

-
- specifici obblighi di informazione⁴³;
 - meccanismi a tutela diretta dell'investitore e da questo attivabili, come il diritto di recesso e di revoca nella fase dell'adesione all'offerta e i diritti statutari di co-vendita e recesso imposti dal Regolamento per il caso di cessione del controllo della società⁴⁴;
 - strumenti posti a tutela indiretta, quale la succitata condizione di efficacia dell'operazione rappresentata dalla sottoscrizione di almeno il 5% (o il 3% se sono rispettate le condizioni in precedenza esplicitate) degli strumenti finanziari da parte di soggetti qualificati⁴⁵.

Tali presidi sono principalmente finalizzati ad evitare fenomeni di *misselling/mispricing* o truffe in danno dei risparmiatori *retail* che potrebbero minare la reputazione e la fiducia, che rivestono un ruolo fondamentale per il successo del fenomeno dell'*equity crowdfunding*.

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 l'eventuale divieto di distribuzione degli utili (requisito delle *start-up* innovative). Si segnala la specifica rilevanza delle informazioni relative alle partecipazioni di controllo, dato che, come si avrà modo di considerare in seguito, il trasferimento delle stesse è condizione per l'esercizio del diritto di co-vendita o di recesso necessariamente previsti nello statuto della società che ricorre all'*equity 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 norma – l'art. 24, comma 1, lett. b) – che a sua volta evoca quanto disposto dall'art. 2341-ter, primo comma, C.C. in tema di pubblicità dei patti parasociali nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. La tutela diretta, attivabile ad iniziativa del sottoscrittore, consiste 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.

Infatti, l'art. 13, comma 5, 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 opportunità, che si configura quale "diritto di pentimento", è 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*. 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 informazioni sono state portate a conoscenza degli investitori⁴⁶.

Sul piano degli effetti, la revoca e il recesso dall'ordine di adesione sono equiparati al caso di mancato perfezionamento dell'offerta, facendo così tornare nella piena disponibilità degli investitori i fondi relativi alla provvista necessaria al perfezionamento degli ordini di adesione, provvista a sua volta

⁴³ Cfr. artt. 15 e 16 Regolamento.

⁴⁴ Cfr. art. 24, c. 1, lett. a), Regolamento,

⁴⁵ Cfr. art. 24, c. 2, 2-ter, Regolamento.

⁴⁶ Cfr. art. 25, c. 2, Regolamento.

costituita nel conto indisponibile destinato all'offerente acceso presso "i soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini" cui sono trasmessi gli ordini⁴⁷.

La tutela indiretta del sottoscrittore è, invece, rappresentata dalla presenza di una *condizione di efficacia*, connessa alla presenza di investitori professionali: l'affidabilità di tali soggetti *qualificati*, infatti, dovrebbe costituire una garanzia di fatto per gli investitori *retail*, per definizione meno "attrezzati" ad effettuare valutazioni di progetti presentati sul portale, soprattutto se relativi a start-up innovative.

Occorre inoltre prestare attenzione all'art. 24 del Regolamento, ai sensi del quale, affinché una piccola e media impresa possa essere ammessa alla offerta sul portale on line, il gestore del medesimo deve verificare che lo statuto o l'atto costitutivo delle piccole e medie imprese contempli un meccanismo di *exit* (attraverso una clausola di recesso convenzionale o di co-vendita delle proprie partecipazioni) a favore del socio di minoranza – diverso dagli investitori istituzionali – nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta sul portale, trasferiscano direttamente o indirettamente il loro pacchetto a terzi, in favore degli investitori diversi dagli investitori professionali che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari offerti tramite il portale. Tali diritti sono riconosciuti per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta.

In relazione al meccanismo di *exit*, che il regolamento ammette nella formulazione alternativa del recesso o della clausola di co-vendita intesa come *tag along*, ai fini di una maggiore "certezza" operativa sarebbe preferibile optare per la prima clausola statutaria piuttosto che la seconda. Il diritto di recesso, infatti, a differenza della clausola (atipica) di co-vendita, è oggetto di specifica disciplina normativa negli artt. 2473 C.C. e seguenti della S.r.l. ordinaria e ciò anche sotto il profilo delle tecniche di calcolo della quota di liquidazione e dei tempi della stessa.

Le clausole di co-vendita derivano, invece, dagli ordinamenti giuridici di *common law* e, nonostante non siano esplicitamente disciplinate dal nostro codice civile, possono essere inserite nel novero delle disposizioni che limitano la circolazione delle azioni (art. 2355-*bis*, C.C.). Nella sostanza, tali clausole sono idonee a conseguire il medesimo risultato del diritto di recesso, ma essendo rimesse all'autonomia statutaria potrebbero creare dei profili di criticità operativa laddove non correttamente e compiutamente disciplinate.

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, che deve essere stabilito almeno per un triennio⁴⁸. 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 in questione. La mancanza di regole di dettaglio, relative alle procedure e ai termini di esercizio del diritto di *exit* del sottoscrittore, infatti, non consente la

⁴⁷ Cfr. art. 25, c. 3, Regolamento.

⁴⁸ Cfr. Art. 24, c. 1, lett. a), Regolamento.

predisposizione di regole statutarie eccessivamente stringenti o penalizzanti per il sottoscrittore: sulle clausole imposte dal Regolamento è prevista una valutazione da parte del Gestore ai fini dell'ammissione all'operazione di *equity crowdfunding*.

Sempre con riferimento al contenuto delle clausole statutarie previste dall'art. 24, comma 1, 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 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 ordinaria⁴⁹. 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 società per azioni sono attribuite alla competenza dell'organo assembleare dall'art. 2364 C.C., quali l'approvazione del bilancio e la nomina degli amministratori; tale condizione va pertanto coordinata con le numerosi variabili presenti nel caso in cui la società sia stata costituita nella forma di s.r.l., quali ad esempio la previsione di particolari diritti riguardanti l'amministrazione (art. 2468, terzo comma, C.C.), nonché in generale, e quindi anche con riferimento alle società costituite in forma di s.p.a., con la possibile presenza di patti parasociali.

4. Rischi e opportunità per gli investitori

21

Come in precedenza sottolineato, gli ultimi interventi normativi hanno ridisegnato ed esteso il perimetro di applicazione della normativa in materia di *equity crowdfunding*, influenzando non solo la platea degli offerenti (estesa a tutte le piccole e medie imprese) ma, ovviamente, sortendo effetti importanti anche dal lato della domanda. Infatti, con la previsione di agevolazioni fiscali per coloro che investono in *start up* e PMI innovative, lo strumento è stato reso maggiormente appetibile per gli investitori.

L'*equity crowdfunding*, sin dalla sua nascita, già presentava delle peculiarità tali da consentire all'investitore una scelta di investimento consapevole e di ampliare il novero delle possibilità di impiego di capitali. Con l'accesso alla piattaforma di *equity crowdfunding*, l'investitore ha l'opportunità di venire a conoscenza e di analizzare progetti imprenditoriali di cui, con molta probabilità, non potrebbe avere contezza, né sarebbe in grado di valutare e considerare in altri modi. Il processo di valutazione di un investimento tramite portali di *crowdfunding* da parte di un potenziale investitore, inoltre, è agevolato dall'iter che i progetti subiscono prima di essere pubblicati, come fin qui evidenziato (i gestori delle piattaforme analizzano e valutano l'iniziativa imprenditoriale prima che venga pubblicata). Inoltre, i promotori sono tenuti costantemente ad aggiornare il portale sullo stato di avanzamento della raccolta. Ulteriori peculiarità che rendono questa tipologia di investimento appetibile sono da ricondurre a:

⁴⁹ Cfr. art. 2, comma 1, lett. f), Regolamento.

- la possibilità per l'investitore di partecipare al capitale di rischio di progetti imprenditoriali che, anche per questioni geografiche, risulterebbero "distanti" eliminando, in tale modo, eventuali barriere territoriali;
- la facoltà di assumere decisioni di investimento in totale autonomia e indipendenza, comunque supportato dal rispetto delle norme di trasparenza informativa e di condotta previste dalla normativa per coloro che raccolgono capitali di rischio;
- l'opportunità di investire somme minime, talvolta anche inferiori ai 500 euro e di vedersele automaticamente restituite qualora l'obiettivo minimo di raccolta non venga raggiunto.

Non meno importanti, e sinergici per lo sviluppo dell'*equity crowdfunding*, sono i motivi che rendono attrattivo investire mediante i portali on line da parte di aziende in altre aziende (B2B). Ogni imprenditore, infatti, collegandosi a un portale può avere a disposizione una vetrina costantemente aggiornata con nuovi progetti più o meno pertinenti con il proprio settore di attività e con i quali potersi relazionare a prescindere dall'intensità dell'investimento che intende effettuare. Possono così nascere le più svariate forme di economia collaborativa e *open innovation*: aziende mature che investono in *start-up* innovative, aziende che puntano a diversificare, altre che intendono potenziare un ramo d'attività, altre ancora interessate a possibili nuovi clienti, fornitori, ricercatori, ecc.; ogni operatore economico può trovare la sua motivazione, tipicamente non speculativa, per accedere alla catena del valore che il prodotto/servizio proposto dall'offerente promette di attivare.

Giova sottolineare come la Legge di Bilancio 2017 e quella per il 2019 abbiano rafforzato le agevolazioni fiscali IRPEF e IRES previste per coloro che investono i propri capitali in *start up* e PMI innovative, sia direttamente che per il tramite di OICR o di altre società che investono prevalentemente in *start up* e PMI innovative. Le agevolazioni non si applicano nel caso di:

- investimenti effettuati tramite OICR e società direttamente o indirettamente, a partecipazione pubblica;
- investimenti in *start up* innovative che si qualificano come imprese in difficoltà ai sensi della Comunicazione della Commissione Europea n. 2004/C 244/02;
- investimenti in *start up* innovative che si qualificano come imprese nel settore della costruzione navale e dei settori del carbone e dell'acciaio;
- investimenti in *start up* innovative che investono prevalentemente in *start up* innovative.

Fino al 2016, la normativa prevedeva per le persone fisiche una diversa percentuale di detrazione in virtù della tipologia di *start up* in cui veniva effettuato l'investimento, stabilendo una quota del 19% per gli investimenti in *start up* innovative e del 25% per gli investimenti in *start up* a vocazione sociale o che sviluppano o commercializzano esclusivamente prodotti ad alto livello tecnologico in campo energetico. Dal 2017, per le persone fisiche, soggetti passivi IRPEF, che investono direttamente o per il tramite di organismi di investimento collettivo o del risparmio o altre società che investano prevalentemente in *start up* o PMI innovative, la nuova normativa prevede il diritto a detrarre dal reddito annuale dichiarato un importo pari al 30% di quanto investito nel capitale sociale di una o più *start up* e PMI innovative, indipendentemente dalla natura della *start up* e, quindi, comprese anche quelle a

vocazione sociale o che sviluppano e commercializzano esclusivamente prodotti innovativi ad alto livello tecnologico in campo energetico.

Le medesime agevolazioni sono state introdotte per le persone giuridiche, soggetti passivi IRES, per i quali la normativa precedente aveva stabilito una deduzione dal reddito di una percentuale del 20% per gli investimenti in *start up* innovative e del 27% per gli investimenti in *start up* a vocazione sociale o che sviluppano e commercializzano esclusivamente prodotti innovativi ad alto livello tecnologico in campo energetico. Con la Legge di Bilancio 2017, anche per le persone giuridiche l'aliquota è stata aumentata al 30% per investimenti in *start up* e PMI innovative.

Tali agevolazioni diventano "permanenti", ovvero viene eliminato il limite temporale di validità delle agevolazioni che precedentemente avevano efficacia esclusivamente per l'anno per cui erano previste. Occorre precisare, tuttavia, che per il 2019, la Legge di Bilancio, al comma 218 dell'art. 1, ha previsto che sia la detrazione IRPEF che la deduzione IRES per gli investimenti in *start up* innovative (e, potrebbe ritenersi, anche in PMI-innovative per effetto dell'applicazione altresì ad esse dell'art. 29 del D.L. 179/2018 come previsto dall'art. 4, comma 9 del D.L. 3/2015⁵⁰) sia incrementata dal 30 al 40% e che, per acquisizioni dell'intero capitale sociale di *start up* innovative da parte di soggetti IRES, la deduzione salga al 50%, purché l'intero capitale sociale sia acquisito e mantenuto per almeno 3 anni⁵¹.

Non meno importante è la soglia massima di investimento annuo su cui poter determinare la detrazione, che nel 2017 è stata elevata da € 500.000 a € 1.000.000 per le persone fisiche, mentre per i soggetti passivi IRES l'ammontare massimo degli investimenti ammissibile per ciascun periodo di imposta è stato confermato in € 1.800.000. Sempre con la Legge di Bilancio 2017, il periodo minimo di mantenimento dell'investimento (*holding period*) è passato da due a tre anni.

Soggetti	2016		
	Investimenti in <i>start up</i> innovative	Investimenti in <i>start up</i> a vocazione sociale o che sviluppano e commercializzano prodotti o servizi innovativi ad alto livello tecnologico in campo energetico	Tetto massimo dell'investimento
Persone fisiche (soggetti passivi IRPEF)	19%	25%	500.000 euro annui
Persone giuridiche (soggetti passivi IRES)	20%	27%	1.800.000 euro annui

Soggetti **Dal 2017**

⁵⁰ Gli incentivi fiscali all'investimento in PMI-innovative sono stati autorizzati dalla Commissione Europea alla fine del 2018. La definitiva attuazione delle misure agevolative richiede ora l'emanazione di un Decreto del MEF di concerto con il MISE, atteso per i primi mesi del 2019.

⁵¹ In base al comma 220 della Legge di Bilancio 2019, le agevolazioni in questione diventeranno efficaci in seguito all'autorizzazione della Commissione europea secondo le procedure previste dall'articolo 108, paragrafo 3, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea.

Detrazioni/Deduzioni		Tetto massimo dell'investimento
Persone fisiche (soggetti passivi IRPEF)	30% Investimenti in <i>start up</i> e PMI innovative	1.000.000 euro annui
Persone giuridiche (soggetti passivi IRES)	30% Investimenti in <i>start up</i> e PMI innovative	1.800.000 euro annui

Solo per l'anno 2019		
Soggetti	Detrazioni/Deduzioni	Tetto massimo dell'investimento
Persone fisiche (soggetti passivi IRPEF)	40% Investimenti in <i>start up</i> e PMI innovative	1.000.000 euro annui
Persone giuridiche (soggetti passivi IRES)	40% Investimenti in <i>start up</i> e PMI innovative	1.800.000 euro annui
	50% In caso di acquisto dell'intero capitale sociale ⁵²	

Tali agevolazioni decadono per l'investitore, sia persona fisica che persona giuridica, qualora nei tre anni dalla data in cui è stato effettuato l'investimento si verifichi una delle seguenti ipotesi:

- la cessione, anche parziale, a titolo oneroso, delle partecipazioni ricevute in cambio degli investimenti;
- la riduzione del capitale e/o la ripartizione di riserve o altri fondi costituiti con sovrapprezzo di emissione delle azioni o quote delle *start up* innovative le cui quote non siano negoziate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione;
- il recesso o l'esclusione degli investitori;
- la perdita, da parte della *start up* innovativa, di uno dei requisiti richiesti dall'art. 25, secondo comma, D.L. 179/2012.

L'esclusione dal beneficio delle agevolazioni comporterà il recupero a tassazione dell'importo dedotto o detratto, comprensivo degli interessi. Ad ogni modo, non comporta la perdita dell'agevolazione il venir meno della qualifica di *start up* innovativa, che si palesa qualora:

- siano decorsi cinque anni dalla costituzione della società;
- sia superata la soglia di € 5.000.000 del valore della produzione annua;
- sia ammessa alla quotazione su un sistema multilaterale di negoziazione;
- si verifichi il trasferimento delle partecipazioni a titolo gratuito o a causa di morte del contribuente, nonché in seguito ad operazioni straordinarie.

La Legge di Bilancio 2017 ha introdotto altresì la figura dello sponsor perdite. Si tratta di una novità assoluta e riguarda le cosiddette "aziende sponsor", che potranno acquisire nei propri bilanci le perdite

⁵² A condizione che l'intero capitale sociale sia acquisito e mantenuto per almeno tre anni.

realizzate dalle imprese *start up* innovative nei primi tre periodi di imposta di attività. Ciò sarà consentito esclusivamente a quelle aziende che soddisfino contestualmente i due requisiti di essere società quotate e di possedere nel proprio portafoglio, direttamente o indirettamente, una partecipazione nella *start up* pari almeno al 20%. L'investimento di capitali tramite la sottoscrizione di azioni per mezzo di portali di *equity crowdfunding* se da un lato presenta dei vantaggi e potenziali agevolazioni di tipo fiscale, tuttavia, non è privo di criticità.

È opportuno precisare, ai fini di una compiuta ricognizione dei potenziali rischi in cui può incorrere un investitore, che gli stessi, pur essendo comuni a tutte le imprese a cui è consentito raccogliere capitali attraverso portali di *equity crowdfunding*, variano qualora l'investimento sia indirizzato verso piccole e medie imprese con storia più o meno lunga e orientata a produzioni "ordinarie". È facilmente comprensibile che, ove le PMI siano entità economiche in possesso di una storia e di un pregresso, ravvisabile dai bilanci, dalla reputazione acquisita nel tempo sul mercato, presentano caratteristiche che consentono all'investitore di effettuare scelte di investimento maggiormente consapevoli e con un profilo di rischio più contenuto. Diversamente, la mancanza di elementi economico-finanziari storici per le *start up* o l'innovatività di un settore per le *start up* e PMI innovative, sottende una maggiore rischiosità intrinseca legata all'elevata probabilità di mortalità dell'impresa, a cui spesso si aggiunge un approccio dettato dall'*overconfidence* con cui talvolta l'investitore analizza e valuta il proprio investimento.

In generale, i principali rischi connessi agli investimenti tramite portali di *equity crowdfunding* sono: il rischio di liquidità, il rischio di perdita del capitale investito, la possibile mancanza di dividendi, il rischio di iniziative illecite o di truffe.

La liquidità di uno strumento finanziario è rappresentata dalla sua capacità di essere prontamente ed economicamente smobilizzato e trasformato in denaro liquido. Presupposto essenziale, affinché uno strumento sia liquido, è la presenza di un mercato organizzato, dove si concretizza, attraverso regole ben precise, l'incontro della domanda e dell'offerta. Contrariamente, uno strumento finanziario è illiquido quando la mancanza di un mercato dove svolgere la negoziazione rende difficoltoso, sia in termini temporali che economici, tramutare quel titolo in moneta.

Gli strumenti finanziari emessi tramite portali di *equity crowdfunding* appartengono per lo più alla seconda tipologia di titoli, in quanto, ad esempio, non è consentita la negoziazione in mercati organizzati per il periodo in cui l'impresa può essere considerata *start up* innovativa.

La possibilità di perdere l'intero capitale investito è un rischio attinente alla probabilità che il progetto non vada a buon fine, principale prerogativa delle *start up*, in particolare di quelle innovative e delle PMI innovative che operano in settori specifici. Tale rischio si riduce per le piccole e medie imprese che agiscono in mercati più maturi.

Per quanto riguarda il rischio legato alla eventuale mancanza di dividendi, è molto probabile che nei primi anni di vita, una società non sia in grado di produrre utili. Inoltre, il D.L. 179/2012 per le *start up* innovative ha espressamente previsto il divieto di distribuire eventuali utili conseguiti e l'obbligo di reinvestirli nella società fino a quando quest'ultima mantiene i requisiti di *start up* innovativa.

Da ultimo, l'utilizzo di internet per raccogliere capitali di rischio tramite portali espone gli investitori a incorrere in truffe o iniziative illecite.

Ad ogni modo, l'esposizione dell'investitore alle tipologie di rischio poc'anzi citate è calmierata da alcune misure di tutela in precedenza menzionate, quali l'intervento di investitori istituzionali, la possibilità di revoca entro sette giorni, le clausole statutarie obbligatorie, la presenza di un registro dove sono iscritti i gestori di portale e così via.

5. Ruolo e opportunità per il commercialista nelle operazioni di equity crowdfunding

In base a quanto fin qui analizzato, appare chiaro come lo strumento dell'*equity crowdfunding* sia caratterizzato da profili di elevata complessità e come il suo ottimale utilizzo necessiti di competenze in alcuni campi specifici, rispetto alle quali diventa fondamentale il ruolo di un *advisor* che può essere rappresentato da un commercialista. Come in precedenza sottolineato, tale figura può agire nella duplice veste di supporto/consulente per le imprese, per la strutturazione e la gestione dell'operazione (lato offerta), e di soggetto che svolge un'attività "promozionale", o meglio un'attività di "mera segnalazione" della denominazione e del sito dei gestori di portale, affiancando i propri clienti al fine di comprendere le caratteristiche, le opportunità e rischi dello strumento (lato domanda).

In relazione al primo aspetto, sono numerosi gli ambiti di intervento del commercialista:

- definizione dell'assetto dell'operazione dal punto di vista societario: è stato già evidenziato come in base al percorso tracciato dal legislatore italiano, trattandosi di "strumenti di capitale di rischio", le campagne di *crowdfunding* si configurino sostanzialmente come aumenti di capitale a pagamento. L'adesione alle iniziative in questione, di conseguenza, comporta l'acquisto di frazioni di capitale sociale dell'emittente, con la conseguente acquisizione dei relativi diritti societari da parte di terzi: ciò significa che, in seguito al buon esito dell'operazione, i sottoscrittori potranno partecipare alla vita societaria esercitando – laddove previsto – il diritto di voto nelle assemblee. Tale aspetto deve essere analizzato in maniera approfondita, soprattutto laddove si abbia a che fare con *start up* le quali, presentando generalmente una ristretta base societaria, devono ponderare accuratamente le modalità di ingresso in società da parte di soggetti terzi. Inoltre, poiché in seguito alla riforma del diritto societario anche le società a responsabilità limitata possono riservare ad alcuni soci tipologie di quote dotate di particolari diritti patrimoniali o gestionali⁵³ (*supra*), diventa fondamentale l'apporto⁵⁴ del consulente per valutare al meglio se offrire in sottoscrizione a terzi quote ordinarie o munite di diritti diversi, sia dal punto di vista patrimoniale che da quello dei diritti amministrativi. Sempre per esigenze di coerenza e armonizzazione tra normativa relativa al *crowdfunding* e diritto societario, è necessario gestire in maniera appropriata i contributi già ottenuti dai *crowders*, soprattutto in relazione alle operazioni che si configurano come aumenti di capitale inscindibili (*infra*)⁵⁴.

⁵³ Ad esempio, quote con diritti patrimoniali rafforzati ma prive del diritto di voto, o che consentano l'esercizio di tale diritto in maniera non proporzionale alla partecipazione, ovvero solo in relazione a determinati argomenti della vita societaria o al verificarsi di determinate condizioni.

⁵⁴ In questi casi, non essendo possibile conoscere a priori l'esito della raccolta, tali somme potrebbero essere trattate come versamenti in conto futuro aumento di capitale. Soprattutto nel caso di risorse acquisite dai terzi piuttosto che dai soci, tale soluzione appare la più opportuna, soprattutto in considerazione del fatto che per simili apporti sussiste un obbligo di restituzione a carico della società nel caso di mancato perfezionamento dell'operazione: i versamenti effettuati in previsione

Ulteriore criticità da gestire è legata all'individuazione del momento e del luogo in cui si perfeziona il contratto tra l'investitore e l'emittente: poiché l'offerta potrebbe anche avere esito negativo, i terzi, in seguito alla sottoscrizione dell'ordine di adesione e al relativo pagamento, non assumono immediatamente la qualità di socio, per la quale sarà necessario attendere il buon esito dell'operazione e la successiva iscrizione della attestazione di cui all'art. 2481-*bis*, ultimo comma, C.C., presso il Registro delle Imprese. In ogni caso, è opportuno che le condizioni di efficacia delle singole sottoscrizioni siano chiaramente definite nella delibera con cui si opta per la eventuale scindibilità dell'aumento.

Appare quindi chiaro come il cardine su cui basare la struttura dell'operazione sia rappresentato dalla determinazione del valore complessivo della società, rispetto al quale stabilire anche la percentuale di partecipazione al capitale da offrire a terzi: nel caso in cui l'importo da versare per la sottoscrizione ecceda il valore nominale, sarà necessario evidenziare il sovrapprezzo delle quote. Anche in questo caso, trattandosi di operazioni straordinarie di elevata complessità, appare plausibile l'intervento di un soggetto specializzato in tematiche finanziarie e di diritto societario che supporterà l'emittente (soprattutto laddove si tratti di *start up* o piccole e medie imprese di dimensioni ridotte).

- Pianificazione delle operazioni future: diventa importante definire le vicende societarie successive alla fase iniziale di raccolta di risorse finanziarie, laddove la società potrebbe effettuare ulteriori aumenti di capitale attraverso altri round di finanziamento, anche tramite portali di *equity crowdfunding*. In tal caso, ad esempio, il mancato esercizio del "diritto di opzione" esporrebbe i sottoscrittori iniziali al rischio di "diluizione" del proprio investimento, connesso a un "peso" inferiore della propria partecipazione nella società, in termini di voti, dividendi attesi e valore⁵⁵. La gestione dell'operazione dal punto di vista delle vicende societarie e dell'impatto sulla struttura patrimoniale dell'impresa impone un'accorta pianificazione, soprattutto al fine di conseguire la coerenza complessiva dell'iniziativa, anche in relazione alle modalità di raccolta previste (*infra*). Tra gli aspetti maggiormente significativi da valutare, dunque, figura la definizione di apposite clausole relative alla circolazione delle quote di capitale e agli effetti di future operazioni sui diritti dei soci. Come sopra analizzato, alcuni dei meccanismi in questione, volti alla tutela dei piccoli azionisti, sono già previsti dal Regolamento, che all'art. 24 conferma che lo statuto e atto costitutivo dell'emittente debbano prevedere - per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta - il diritto di

di un determinato aumento debbono essere dunque considerati risolutivamente condizionati alla sua mancata esecuzione nelle modalità e nei termini eventualmente stabiliti. Di conseguenza, la presenza di una condizione sospensiva impone l'iniziale imputazione di tali somme fra i debiti: in base all'esito dell'operazione, gli importi saranno consolidati nella voce "capitale", ovvero, in caso contrario, fra i debiti (in quanto sorge il diritto alla restituzione in capo al sottoscrittore).

⁵⁵ Secondo alcuni osservatori, tuttavia, il diritto di opzione che sorge in sede di aumento del capitale potrebbe venir meno per una sorta di meccanismo di auto-selezione, nel senso che alcune categorie di soci potrebbero non essere interessati all'incidenza della propria partecipazione rispetto alla compagine sociale: tali soggetti, in molti casi autori di micro-conferimenti, si configurano come meri investitori, prediligendo probabilmente l'assegnazione di categorie di quote o azioni privilegiate sotto il profilo patrimoniale più che amministrativo. Vale la pena evidenziare come, in un'ottica simile, sia possibile prevedere clausole statutarie che escludano il diritto di sottoscrizione anche nell'ambito delle società a responsabilità limitata, consentendo di offrire le quote di nuova emissione solo ai terzi.

recesso ovvero il diritto di co-vendita⁵⁶ delle proprie partecipazioni⁵⁷ nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano direttamente o indirettamente il controllo a terzi, in favore di investitori diversi dagli investitori professionali che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari offerti tramite portale. Parimenti, per agevolare il verificarsi di *liquidity events* (acquisizione da parte di una big company, ingresso di un fondo d'investimento, quotazione, ecc.), potrebbe ravvisarsi l'opportunità di abbinare alla clausola riguardante il diritto di co-vendita (*tag-along*), imposta dal Regolamento, anche una clausola con l'obbligo di co-vendita (*drag-along*) che consenta ai soci di maggioranza, in presenza di condizioni vantaggiose, di poter procedere al disinvestimento "trascinando" i micro-investitori nella loro decisione⁵⁸.

- Scelta della tipologia di offerta: in molti casi, il buon esito dell'iniziativa dipende in maniera determinante dalla modalità di attuazione prescelta, rispetto alla quale è necessaria un'approfondita attività di pianificazione e, come sottolineato in precedenza, un'intensa attività di coordinamento con la normativa civilistica e la disciplina del diritto societario.

Dal punto di vista della gestione operativa, le campagne di *equity crowdfunding*, traslando caratteristiche proprie di quelle *reward-based*, possono infatti essere strutturate in base a diversi modelli, ognuno dei quali presenta caratteristiche peculiari, che possono rappresentare un punto di forza o un limite a seconda della tipologia di operazione da finanziare, del progetto sotteso all'iniziativa, della maturità del mercato, e così via⁵⁹:

- nel modello "*all-or-nothing*" (AON - o *threshold model*) la somma target deve essere raggiunta entro un periodo di tempo prefissato prima che venga effettuata alcuna transazione finanziaria. Se l'obiettivo non è raggiunto, il finanziamento si considera fallito, le transazioni non avverranno e il denaro resterà o verrà restituito sul conto dei sostenitori.
- Il modello "*keep it all*" (KIA - noto anche come *flexible funding*), d'altro canto, prevede che le risorse finanziarie ottenute rimangano alla società emittente a prescindere dall'importo raccolto entro la scadenza prefissata. Per rendere coerente tale modello con la disciplina civilistica, sembra opportuno ipotizzare la configurazione delle operazioni di finanziamento come aumenti

⁵⁶ Come già evidenziato, si tratta di uno strumento contrattuale utilizzato generalmente per la tutela dei soci di minoranza, detto anche "patto di accodamento" o *piggy back*. Nel caso in cui il socio di maggioranza ceda il proprio pacchetto azionario, la clausola in oggetto *consente* ai soci di minoranza di vendere la propria quota alle stesse condizioni concordate con l'acquirente, sfruttando, dunque, la forza contrattuale del socio di maggioranza. L'accordo prevede che il cessionario acquisti anche le partecipazioni dei soci di minoranza, e determina la sospensione dell'efficacia della vendita azionaria da parte del socio di maggioranza per un certo periodo di tempo, durante il quale i soci di minoranza decidono se "accodarsi" all'alienazione originaria, proposta dal socio di maggioranza, imponendo la vendita anche delle loro partecipazioni. Laddove i soci di minoranza decidano di esercitare tale diritto, verrà definita una nuova proposta di vendita da proporre all'acquirente. Sul punto S. Lantino, P. Casucci, G. Limido, *Acquisizioni di aziende e partecipazioni. Aspetti legali e tributari*, Ipsoa, 2010; A. Salonna, "Diritto al dividendo e facoltà di 'exit' del socio di minoranza di s.r.l.", *Diritto e Pratica delle Società*, n. 6/2009; P. Divizia, "Clausole statutarie di covendita e trascinamento", *Notariato*, n. 2/2009; D. Proverbio, *I patti parasociali*, Ipsoa, 2010.

⁵⁷ Nonché le relative modalità e condizioni di esercizio.

⁵⁸ Anche tale clausola, in realtà, potrebbe essere considerata come uno strumento che consenta di "garantire" anche ai soci di minoranza una way-out adeguata.

⁵⁹ Cfr. E. Mollick, "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study", *Journal of Business Venturing*, 2014, Vol. 29, pp. 1-16.

di capitale "scindibili", consentendo espressamente che il capitale venga incrementato di un ammontare pari alle sottoscrizioni raccolte⁶⁰.

La valutazione rispetto ai diversi modelli rappresenta un'azione complessa, articolata e in alcuni casi decisiva, che dovrà effettuarsi sulla base di diversi fattori, dal tipo di iniziativa allo stadio del ciclo di vita dell'impresa, dalla strategia commerciale al piano di sviluppo. Uno degli elementi da tenere in considerazione riguarda un aspetto fondamentale soprattutto per le start-up, vale a dire il segnale al mercato relativo al *commitment* dell'imprenditore e al suo impegno a perseguire l'investimento solo se opportunamente dimensionato e supportato dal punto di vista finanziario.

In una simile prospettiva di analisi (attinente in realtà prevalentemente all'ambito della finanza comportamentale), il mancato perseguimento di progetti sottodimensionati mitiga il rischio percepito per i sottoscrittori. Queste caratteristiche rendono il modello AON, paradossalmente, nella maggior parte dei casi più efficace rispetto al KIA, consentendo di definire target più elevati, come confermato da alcune ricerche empiriche⁶¹. L'approccio del *flexible funding*, d'altra parte, può rivelarsi adeguato per progetti "scalabili", che consentono agli investitori di sostenere un livello di rischio più contenuto, poiché l'imprenditore sarà in grado di produrre output o erogare servizi anche con una provvista finanziaria inferiore rispetto all'importo richiesto inizialmente. Optare per un modello KIA, di conseguenza, è sconsigliabile per gli investimenti non scalabili, che necessitano di forti investimenti iniziali, possono risultare appesantiti da costi fissi e da un grado di leva operativa più consistente, e caratterizzati da un profilo di rischio più elevato⁶².

- Definizione dell'importo minimo dell'investimento: nell'ambito delle operazioni in questione, uno degli elementi di maggiore impatto riguarda anche il taglio minimo della sottoscrizione che gli investitori possono effettuare. Una soglia più o meno elevata, infatti, può generare l'effetto di scremare o ampliare la platea di potenziali sottoscrittori, anche dal punto di vista della consapevolezza dello strumento, dell'"educazione finanziaria", delle formalità da assolvere, del *commitment* rispetto all'iniziativa da sostenere. Inoltre, la dimensione dell'investimento da sostenere incide anche sulla gestione del portafoglio degli investitori e sulla loro capacità di diversificazione, imponendo, dunque, anche in quest'ambito un'approfondita valutazione.
- Redazione dei documenti informativi e dell'offerta: sulla base delle considerazioni sin qui svolte, appare evidente come uno degli elementi per il buon esito dell'operazione di *equity crowdfunding* sia rappresentato dal set documentale a sostegno dell'iniziativa. Tra l'altro, è lo stesso impianto normativo/regolamentare a imporre la produzione di adeguata documentazione informativa, per consentire agli investitori di effettuare una scelta quanto più consapevole possibile. In particolare, l'Allegato 3 al Regolamento⁶³ impone di dare evidenza ad alcuni elementi, tra cui:

⁶⁰ Cfr. Politecnico di Milano – Osservatorio Crowdfunding, "Osservatorio Crowdfunding 2° Report italiano sul Crowdfunding", Luglio 2017.

⁶¹ Cfr. E. Mollick, "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study", *Journal of Business Venturing*, 2014, Vol. 29, pp. 1–16.

⁶² Cfr. P. Belleflamme, T. Lambert, A. Schwienbacher, "Crowdfunding: Tapping the Right Crowd", *Journal of Business Venturing*, 2014, Vol. 29 (5), pp. 585-609.

⁶³ "Informazioni sulla singola offerta".

-
- rischi specifici connessi alla singola offerta e al profilo del soggetto emittente;
 - informativa contabile relativa ai dati storici dell'offerente;
 - rappresentazione del progetto industriale relativo all'operazione da finanziare: come già evidenziato nei paragrafi precedenti, l'analisi del business plan è decisiva al fine di orientare le scelte di finanziamento da parte degli investitori, in quanto svolge un'imprescindibile funzione di segnale al mercato. Attraverso lo studio del piano d'impresa, i sottoscrittori potranno acquisire informazioni relative alle prospettive operative, economico-finanziarie e reddituali dell'emittente, in base alle quali ipotizzare l'eventuale redditività dell'investimento, le prospettive di *exit*, e così via;
 - descrizione degli strumenti finanziari proposti, della percentuale che rappresentano rispetto all'intero capitale e delle metodologie utilizzate per stabilirne il valore. Appare chiaro come, in un tessuto economico in cui la maggior parte delle piccole e medie imprese presenta forti carenze dal punto di vista finanziario e della gestione delle *investor relations*, l'intervento di un soggetto esterno in possesso di adeguate competenze in questo campo diventa fondamentale per fornire credibilità all'intera operazione;
 - il supporto consulenziale sarà verosimilmente necessario anche per veicolare le informazioni relative alla presenza di clausole statutarie relative a eventuali opzioni, patti di riacquisto, ecc., secondo quanto già evidenziato in precedenza.

In base alle considerazioni fin qui svolte, appare evidente come i commercialisti possano svolgere un ruolo significativo nelle operazioni in questione, agendo in qualità di *advisor* globale a supporto dell'operazione, curandone gli aspetti di tipo operativo, finanziario, societario, e così via. In ogni caso, attesa la composizione del tessuto imprenditoriale italiano, composto in larga maggioranza da piccole e medie imprese a gestione familiare, il compito più rilevante è probabilmente quello di tipo informativo e culturale: oltre che per una scarsa conoscenza, probabilmente lo scarso utilizzo dell'*equity crowdfunding* finora registrato è dovuto a resistenze culturali da parte degli imprenditori, che mostrano in generale una scarsa propensione all'ingresso in società di soggetti estranei alla compagine originaria. Di conseguenza, oltre a dover rendere edotte le imprese sulle possibilità offerte dallo strumento in questione, il commercialista dovrà svolgere anche una funzione di *coach* dell'imprenditore e della sua famiglia, facendo ricorso anche al suo bagaglio di competenze relative a elementi di finanza comportamentale.

Grazie a tali *skills*, il consulente deve essere in grado di offrire una visione più ampia dello strumento, abbinando il suo utilizzo al superamento delle ristrettezze nell'erogazione del credito bancario tradizionale che si sono verificate negli ultimi anni, oltre che alla mitigazione di uno degli storici fattori di debolezza del tessuto produttivo italiano, vale a dire la sottocapitalizzazione delle piccole e medie imprese⁶⁴.

⁶⁴ Tale elemento assume un'importanza sempre crescente alla luce delle recenti norme internazionali in tema di accesso al credito. I requisiti patrimoniali imposti alle banche, infatti, imporranno maggiore cautela nell'erogazione dei fondi e una più puntuale analisi delle condizioni patrimoniali ed economico-finanziarie del soggetto da affidare. Le nuove regole previste dalle modifiche intervenute a "Basilea 3", infatti, impattano in maniera rilevante sull'approccio alle regole sul rischio di

In relazione al rapporto del commercialista con i potenziali investitori, sulla base dell'attuale normativa lo stesso potrà effettuare nei confronti dei propri clienti un'attività di mera segnalazione della denominazione e del sito dei gestori di portale, nonché di divulgazione delle principali caratteristiche dell'*equity crowdfunding*. Tale attività potrà comunque rivestire un interesse particolare per i clienti imprese che potrebbero essere interessati ad operazioni B2B.

Il ruolo del commercialista e del suo giudizio è stato ulteriormente rafforzato dalle ultime modifiche intervenute nel Regolamento Consob. Già in precedenza, ad esempio, è stato sottolineato come la soglia relativa all'importo minimo di strumenti da collocare presso investitori istituzionali, pari al 5%, può essere ridotta al 3% nel caso in cui l'emittente disponga della certificazione di bilancio relativa agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta. Una simile previsione testimonia la fiducia del sistema e del Legislatore, ai fini della tutela dei terzi, nella professionalità dei commercialisti e nella loro funzione di mitigazione delle asimmetrie informative esistenti tra gli investitori e la società emittente.

Infine, sempre al fine di consentire un investimento consapevole da parte degli investitori è stato integrato l'Allegato 3 al Regolamento con tre ulteriori sezioni che riguardano rispettivamente il collegio sindacale, il revisore legale, ed il ruolo svolto in relazione all'offerta di eventuali *advisors* (vedi nuove sezioni 6, 7 e 8). Tali paragrafi consentono all'emittente di dare evidenza di informazioni eventuali sulla struttura dei controlli interni, anche di natura contabile, nonché sull'attività di asseverazione compiuta in relazione all'offerta.

credito, conducendo a una revisione dei sistemi di rating interni, delle misure sull'utilizzo della leva finanziaria e sui *buffer* di capitale obbligatori. Di conseguenza, le imprese dovranno essere pronte a presentarsi al sistema bancario in maniera strutturata e con un'adeguata capitalizzazione, che consenta di ottenere un rating favorevole non solo ai fini dell'accesso al credito *tout court*, ma anche in relazione al costo della provvista finanziaria.