

## **CROWDFUNDING IN ITALIA**

*Noi professionisti di CONSULENZIAMO, chiamati a conoscere quasi in maniera pionieristica le novità del panorama delle normative delle nuove forme di finanziamento alternativo, ci siamo interrogati non solo sui requisiti o sui criteri del Crowdfunding stesso, ma anche e soprattutto sulla sua nascita in Italia e sulla sua riuscita: dalle leggi che hanno permesso di attuare l'Equity Crowdfunding per determinate attività economiche del Crowdfunding, e con quali risultati.*

*E' doverosa un'indagine sui diversi aspetti della regolamentazione: conoscerne le potenzialità e tutte le caratteristiche. Esaminiamo dunque come si sta evolvendo la normativa e quali sono le proiezioni del futuro rispetto alle correzioni fatte sino ad oggi all'interno del "Decreto Crescita 2.0".*

### **Decreto Crescita 2.0 - Equity Crowdfunding - Legge di Stabilità 2017 e l'estensione a tutte le PMI**

#### **Premessa**

Il Ministero dello Sviluppo Economico ha registrato in questi ultimi anni lo sbocciare di un maggior numero di **Start up Innovative** e **PMI Innovative**, grazie anche al fatto che l'Italia è stata il primo paese in Europa, e nel mondo, ad adottare una specifica normativa sull'equity crowdfunding, una forma di crowdfunding che utilizza sottoscrizioni online tramite portali accessibili su internet che permette partecipazioni al capitale sociale delle società, che i singoli investitori intendono finanziare.

Inizialmente col Decreto Crescita 2.0 del 18/10/12 dava la possibilità di utilizzare questa rivoluzionaria forma di finanziamento esclusivamente alle "Start-Up Innovative", una particolare categoria di società introdotta nel nostro ordinamento dalla sezione IX (artt. 25-32) recante "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese", poi convertito nella Legge 17 dicembre 2012, n. 221.

All'interno del **Decreto Crescita 2.0** vi troviamo l'introduzione dell'**art. 30(Raccolta di capitali di rischio tramite portali on line e altri interventi di sostegno per le start-up innovative)** nei suoi primi tre commi da alcune nuove disposizioni nel Testo Unico della Finanza, DL 24/02/98, n. 58 ("TUF") relative all'equity crowdfunding, ossia: il comma 5-novies dell'art. 1, che definisce che cos'è un portale di equity crowdfunding, l'art. 50-quinquies, che definisce e regola

l'attività dei gestori di portali, e l'art. 100-ter, che regola le offerte al pubblico di strumenti finanziari condotte tramite i portali.

Interessante è anche l'art. 26 in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, comma primo, del codice civile, le quote di partecipazione in start-up innovative costituite in forma di 'S.r.l.' possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, derogando a tale divieto, ha reso possibile l'offerta al pubblico di quote di start-up "anche attraverso i portali per la raccolta di capitali" di cui al sopra citato art. 30 del Decreto Crescita 2.0, uniformando così, per certi aspetti, tali società alla disciplina delle S.p.a., queste ultime infatti possono collocare sul mercato le loro azioni, titoli di credito che hanno maggior capacità di circolare, mentre il trasferimento delle quote di s.r.l. previsto dall'art. 2470 c.c., ha disposizioni più complesse.

Sulla limitazione della disciplina sull'equity crowdfunding alle sole start-up innovative è stato poi impostato il "Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali online" adottato dalla Consob con delibera n. 18592 del 26/6/13, a seguito di una pubblica consultazione promossa dalla stessa Autorità di Vigilanza. Gli operatori del settore hanno fatto in modo tale da richiedere modifiche a tale dispositivo che vedeva limitata la possibilità di raccolta di capitali.

La barriera posta dal legislatore alla possibilità di raccogliere capitali online è stata poi via via erosa nel corso degli ultimi anni, anche sulla spinta delle sollecitazioni provenienti dagli operatori di settore.

**l'art. 4 del DL 24/1/15 n. 3** introduce un'altra categoria di società: le **"PMI innovative"**. L'articolo recante "Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti", poi convertito nella Legge 24/03/15, n. 33 (cd. "Investment Compact"), nonché agli "organismi di investimento collettivo del risparmio e altre società che investono prevalentemente in start-up innovative o in PMI innovative". Sempre da una pubblica consultazione del febbraio 2016, viene effettuata la revisione del Regolamento Consob sull'equity crowdfunding, preceduta anche in questo caso da una pubblica consultazione.

Recentemente la platea delle società che possono giovare dell'alleggerimento normativo scaturito dalla nuova disciplina è stata (finalmente) estesa a tutte le piccole e medie imprese italiane, indipendentemente dalla loro data di costituzione, dall'innovatività dell'oggetto sociale o dell'attività esercitata, nonché (da ultimo) dalla loro forma giuridica. Ciò è avvenuto dapprima tramite l'introduzione del comma 70 all'art. 1 della Legge 11 /1/16, n. 232, approvata "in fretta e furia" dal Senato – per i noti motivi contingenti conseguenti all'esito del referendum costituzionale del 4 dicembre 2016 – nella stessa identica versione licenziata dalla Camera il 24/11/16; ed ora con la "correzione" contenuta nel comma 1 dell'art. 57 del DL 24 /4/17, n. 50, con la quale il legislatore ha inteso togliere ogni dubbio sull'applicabilità della normativa

sull'equity crowdfunding anche alle PMI costituite in forma di s.r.l. (e pertanto non solo a quelle costituite in forma di s.p.a.).

### **Prima fase del Decreto Crescita 2.0**

- **Il “diritto di esclusiva” delle start-up innovative sull'equity crowdfunding**
  - In principio il Decreto Crescita 2.0 aveva reso accessibile lo strumento dell'equity crowdfunding esclusivamente alle società iscritte nella sezione speciale del Registro delle Imprese quali Start-up Innovative,
  - l'art. 25, comma 2 connotava come “società di capitali, costituite anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote che costituiscono il capitale sociale non siano quotate su un mercato regolamentato o su altri sistemi di negoziazione”,
  - Avere determinati requisiti, tra cui: avere “quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico”,
  - Avere residenza fiscale in Italia (o in uno stato dell'UE o dello Spazio economico SEE, con almeno, in tali casi, la società deve avere anche una sede produttiva o filiale in Italia),
  - Non essere costituite da più di cinque anni, avere un fatturato non superiore a 5 milioni di euro,
  - Non distribuire e non aver distribuito utili e non essere state costituite da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda.

Inoltre, le start-up innovative devono possedere almeno uno dei tre requisiti alternativi previsti dalla legge relativamente: alla percentuale di spese impiegate in ricerca e sviluppo, all'utilizzo di dipendenti o collaboratori particolarmente qualificati, ed al possesso di determinati diritti di proprietà industriale.

La spinta alla costituzione di società start up innovative in Italia dal Decreto Crescita 2.0 (all'8 maggio 2017 il numero delle start-up innovative era pari a 7.082 unità), ha fatto riscontrare la scelta del legislatore di limitarne l'ambito di applicazione ad un esiguo numero di società rispetto alla platea delle piccole e medie imprese italiane, nella prima fase di implementazione

dell'equity crowdfunding in Italia. Forse per testare e disciplinare l'equity crowdfunding, limitandola ad un ristretto numero di imprese.

**Seconda fase:**

- **Apertura alle PMI innovative e tutti gli “organismi di investimento collettivo del risparmio e altre società che investono prevalentemente in start-up innovative o in PMI innovative”**
- Con il Decreto “Investment Compact” del 2015 il legislatore – confermando l’atteggiamento di maggiore benevolenza per le imprese tecnologiche rispetto a quelle “tradizionali” – ha ampliato il novero delle società abilitate a raccogliere capitali online tramite l’equity crowdfunding, estendendo tale possibilità alle PMI innovative. L’equity crowdfunding è stato inoltre esteso anche agli “organismi di investimento collettivo del risparmio e altre società che investono prevalentemente in start-up innovative o in PMI innovative”, per tali intendendosi rispettivamente, gli OICR (Organismi di investimento collettivi del risparmio) che investano in azioni o quote delle predette società almeno il 70% del valore complessivo degli investimenti in strumenti finanziari risultanti dal loro rendiconto di gestione o bilancio, e le altre società di capitali che investano in tali società almeno il 70% del valore complessivo delle immobilizzazioni finanziarie iscritte a bilancio.
- Le PMI devono avere meno di 250 dipendenti e fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro (oppure totale di bilancio non superiore a 43 milioni di euro).
- Per richiedere l’iscrizione quali PMI innovative nella relativa sezione speciale del Registro delle Imprese devono possedere determinati requisiti: le PMI innovative sono società di capitali (diverse dalle start-up innovative), costituite anche in forma cooperativa, le cui azioni non devono essere quotate su un mercato regolamentato;
- Esse devono inoltre avere l’ultimo bilancio certificato da un revisore contabile o da una società di revisione ed avere residenza fiscale in Italia (o in uno stato dell’UE o dello Spazio economico SEE, anche in questo caso, la società deve avere anche una sede produttiva o filiale in Italia).
- I “requisiti di innovatività” delle PMI innovative consistono invece nel possesso di almeno due dei sopra citati tre requisiti alternativi relativi alle start-up innovative, ma con delle soglie inferiori rispetto a quanto previsto per queste ultime.

Questa prima estensione è avvenuta attraverso la modifica espressa da parte del comma 10 dell'art. 4 dell'Investment Compact di tutte e tre le sopra citate norme del TUF relative all'equity crowdfunding, ossia il comma 5-novies dell'art. 1, l'art. 50-quinquies e l'art. 100-ter, e nello specifico tramite l'inserimento in tali disposizioni delle nuove categorie di società alle quali veniva esteso l'equity crowdfunding (PMI innovative ed organismi di investimento collettivo del risparmio e altre società che investono prevalentemente in start-up innovative o in PMI innovative); nonché l'estensione alle PMI innovative dell'applicazione dell'art. 26 del Decreto Crescita 2.0, il quale prevede la possibilità che le relative quote di partecipazione costituiscano oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, con ciò rendendo possibile anche per le PMI innovative in forma di s.r.l. l'offerta al pubblico di tali quote attraverso i portali di equity crowdfunding.

Inoltre la legge di conversione dell'Investment Compact ha introdotto i commi da 2-bis a 2-quinques dell'art. 100-ter TUF, con i quali è stato previsto un regime derogatorio facoltativo per la sottoscrizione o l'acquisto e per la successiva alienazione di quote rappresentative del capitale di start-up innovative e PMI innovative costituite in forma di s.r.l., rispetto a quanto previsto dalla disciplina ordinaria di cui all'art. 2470, comma 2 del codice civile.

L'introduzione della possibilità di aderire a tale regime derogatorio – che si realizza tramite gli intermediari abilitati alla resa di servizi di investimento, i quali effettuano la sottoscrizione o l'acquisto delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori o degli acquirenti che abbiano aderito ad una offerta tramite un portale di equity crowdfunding – è volta a favorire da un lato, la diversificazione e riduzione del rischio di portafoglio per l'investitore "retail", e dall'altro, la riduzione degli oneri connessi al regime ordinario di trasferimento delle quote di s.r.l., "dematerializzato" per le start-up e PMI innovative.

Si può constatare che la politica legislativa con queste nuove aperture ha inteso favorire lo sviluppo tecnologico promuovendo la crescita sostenibile e la diffusione di una nuova cultura imprenditoriale più incline ad attingere dal mondo della ricerca e dell'università e ad aprirsi ai flussi internazionali di capitale umano e finanziario"; tale scelta raffigurava inoltre la volontà di "accelerare il rafforzamento e la crescita dimensionale delle imprese caratterizzate da una forte dotazione tecnologica", anche "sulla scorta delle incoraggianti evidenze empiriche prodotte dalla normativa sulle start-up innovative".

Le modifiche apportate dall'Investment Compact sono state poi riflesse nel nuovo Regolamento Consob sull'equity crowdfunding (delibera n. 19520 del 24/2/16).

Con l'adozione del nuovo Regolamento l'Autorità di Vigilanza ha altresì colto l'occasione per apportare alcune importanti modifiche al Regolamento non necessariamente connesse alle novità normative introdotte dall'Investment Compact, tra le quali spicca la possibilità ora riconosciuta ai portali di sottoporre "in proprio" il questionario di appropriatezza ai potenziali

investitori direttamente online (cd. "opt-in"), ai fini della verifica "che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che l'investimento comporta, sulla base delle informazioni fornite".

Nonostante le estensione alle PMI innovative, l'equity crowdfunding continuava a non essere molto adottato, riscontrando un numero esiguo delle PMI innovative iscritte nella sezione speciale del Registro delle Imprese (solo 526 all'8 maggio 2017), rispetto al potenziale panorama delle PMI italiane che operano nel campo dell'innovazione tecnologica.

### **Terza fase:**

- **Legge di Stabilità 2017 e l'estensione a tutte le PMI (in forma di s.p.a.)**
- Con l'introduzione del comma 70 dell'art. 1 della Legge di Stabilità 2017 il legislatore ha sancito il definitivo tramonto dell'idea dell'equity crowdfunding quale strumento di finanziamento dedicato esclusivamente a progetti imprenditoriali definiti "innovativi". Dal punto di vista della tecnica legislativa, la novità normativa è stata introdotta tramite la modifica di due delle sopra citate tre disposizioni del TUF relative all'equity crowdfunding: il comma 5-novies dell'art. 1 e l'art. 50-quinquies.
- La modifica dell'art. 1, comma 5-novies ha provveduto a ridefinire i portali di equity crowdfunding quali "portali per la raccolta di capitali per le PMI", considerandoli alla stregua di "piattaforme online che abbiano come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle PMI.
- Si è sostituita la dicitura: "PMI" alle parole "start-up innovative e PMI innovative", all'interno dell'art. 50-quinquies del TUF e nell'intitolazione del capo III-quater.

Mancava ancora la terza norma del TUF rilevante ai fini dell'equity crowdfunding, ossia l'art. 100-ter ed alcune delle sopra citate deroghe al diritto societario, ed in particolare di reiterare la previsione che, derogando alla disposizione che vieta che le partecipazioni dei soci di s.r.l. possano formare oggetto di offerte al pubblico di prodotti finanziari (art. 2468, comma 1 c.c.), rende possibile per le start-up e PMI innovative organizzate in forma di s.r.l. di offrire al pubblico le proprie quote, anche tramite campagne di equity crowdfunding.

La mancata deroga all'art. 2468, comma 1 c.c., non permetteva la raccolta di capitali di rischio online tramite equity crowdfunding, quindi risultava essere praticabile solo dalle PMI non innovative organizzate in forma di società per azioni. Paradossalmente, quindi, la maggior parte delle società alle quali il legislatore aveva voluto estendere l'equity crowdfunding (le PMI in forma di s.r.l.) non vi poteva accedere.

## **Quarta fase - Correzione della Legge di Stabilità 2017:**

- **Il Decreto Correttivo e la definitiva estensione a tutte le PMI (anche in forma di s.r.l.)**
  - Con l'art. 57, comma 1, del Decreto Correttivo approvato con d'urgenza ed entrato in vigore il 24/4/17, si è opportunamente l'estensione a tutte le PMI – siano esse start-up o società mature, innovative o tradizionali, costituite in forma di s.p.a. o di s.r.l. – dell'applicazione del comma 5 dell'art. 26 del Decreto Crescita 2.0, il quale, come visto, prevede la sopra citata deroga all'art. 2468, comma 1 c.c.
  - La correzione della Legge di Stabilità è data tramite la sostituzione delle parole "start-up innovative" e "start-up innovativa", ovunque ricorrano, con la parola "PMI" nel sopra citato comma 5 dell'art. 26 del Decreto Crescita 2.0.
  - Sostituzioni di termini sono state previste anche relativamente ai commi 2 e 6 dell'art. 26 del Decreto Crescita 2.0, nonché nel comma 3 di tale articolo. Anche i predetti commi 2, 3 e 6 prevedono importanti deroghe alla disciplina di diritto societario relativa alle s.r.l., introdotte per facilitare gli investimenti nel capitale delle PMI in forma di s.r.l., anche tramite campagne di equity crowdfunding.

Le sopra citate ulteriori deroghe al regime ordinario previsto dal codice civile per le s.r.l. sono pertanto anch'esse attualmente applicabili a tutte le PMI e consistono: nella possibilità di prevedere nell'atto costitutivo la creazione di particolari categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, determinare liberamente il contenuto delle varie categorie di quote, anche in deroga all'art. 2468, commi 2 e 3 del c.c. (i quali prevedono, rispettivamente, il principio di proporzionalità nelle s.r.l. dei diritti sociali rispetto alle partecipazioni possedute, a cui fa eccezione la possibilità di attribuire particolari diritti unicamente a singoli soci, che possono riguardare esclusivamente l'amministrazione della



società e la distribuzione degli utili); nella possibilità di prevedere nell'atto costitutivo, anche in deroga all'art. 2479, comma 5 c.c., la creazione di categorie di quote che non attribuiscano diritti di voto o che attribuiscano al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta

Le ulteriori deroghe al diritto societario e tributario previste dagli altri commi dell'art. 26 del Decreto Crescita 2.0 non sono state invece estese a tutte le PMI e restano pertanto appannaggio delle sole start-up e PMI innovative, ossia: il comma 1 ("grace period" di un ulteriore anno nei casi di riduzione del capitale per perdite di cui agli artt. 2446 e 2482-bis c.c. e di un anno nei casi di riduzione del capitale al di sotto del minimo legale di cui agli artt. 2447 e 2482-ter c.c.), il comma 4 (non applicabilità della normativa fiscale sulle "società di comodo"), e il comma 7 (possibilità di prevedere nell'atto costitutivo l'emissione di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o amministrativi, ad esclusione del diritto di voto, a seguito dell'apporto da parte di soci o terzi di opere o servizi).

## **Considerazioni**

Nonostante la volontà del legislatore di correggere il decreto per una apertura alle PMI ai favori concessi inizialmente solo alle Start up innovative, c'è da sottolineare che ancora non si è approfittato di questa occasione per rendere tutte le PMI godibili dello strumento equity crowdfunding.

Aldilà della contraddizione che alla fine possiamo notare e le imprecisioni della correzione ultimata con l'articolo sopra citato, non si può non evidenziare la volontà iniziale del legislatore di approdare ad una apertura verso tutte le altre PMI, ce n'è una folta schiera che attende la possibilità di raccogliere capitali tramite l'equity crowdfunding, rappresenta un cambiamento epocale che apporterebbe dei veri e propri cambiamenti del diritto societario italiano, quale l'apertura generalizzata al mercato dei capitali delle quote di partecipazione delle società costituite in forma di s.r.l.

In ogni caso non vi è dubbio alcuno sulla volontà del legislatore di estendere l'equity crowdfunding a tutte le PMI. Estensione che rimarrebbe pertanto in ogni caso pienamente efficace, anche in ragione del fatto che con l'applicazione a tutte le PMI di quanto contenuto nel comma 5 dell'art. 26 del Decreto Crescita 2.0 – il quale recita ora: "In deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, comma primo, del codice civile, le quote di partecipazione in PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali di cui all'articolo 30 del presente decreto, nei limiti previsti dalle leggi speciali" .



Si può asserire che, implicitamente, anche l'applicazione di quanto previsto all'art. 100-ter del TUF è da considerarsi estesa a tutte le PMI, nonostante non si sia provveduto ad una espressa modifica del testo di tale norma.

L'auspicio è che avvenga presto il completamento delle rettifiche al Decreto Crescita 2.0, ma soprattutto che ci sia un'evoluzione di tutti gli strumenti di finanziamento e delle discipline che le regolamentano, per offrire sempre più vantaggi e possibilità di raccolta di finanziamenti a tutte le PMI Italiane.