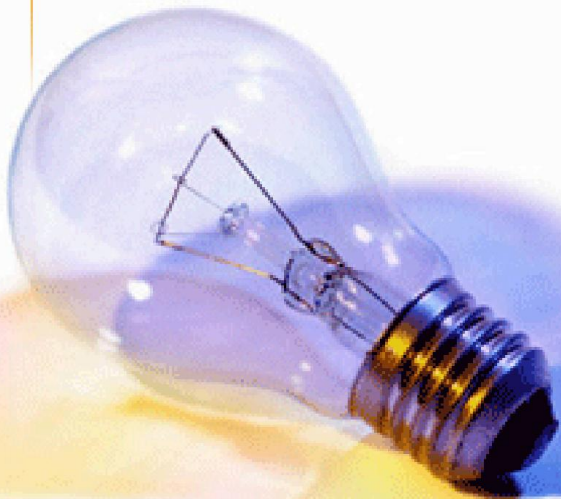


EQUITY CROWDFUNDING

**...COSA DEVI ASSOLUTAMENTE SAPERE
PRIMA DI INVESTIRE IN UNA “START-UP
INNOVATIVA” TRAMITE PORTALI ON-
LINE**





Menu

[Cos'è il crowdfunding?](#)

[Com'è disciplinato il fenomeno in Italia?](#)

[Cosa sono le start-up innovative?](#)

[Dove posso trovare le informazioni sulle offerte di capitali on-line? Cosa sono i portali di equity crowdfunding?](#)

[Chi può gestire un portale per la raccolta on-line di capitale di rischio emesso da start-up innovative?](#)

[Cosa accade quando si investe tramite un portale gestito da un soggetto iscritto al registro della Consob? Ci sono differenze nei rapporti con gli investitori?](#)

[Cos'è il «percorso di investimento consapevole»?](#)

[È sufficiente aderire all'offerta sul portale iscritto per completare l'investimento?](#)

[E cosa accade quando il portale è gestito da una banca o da una SIM?](#)

[Quali sono le regole che si applicano alle offerte di capitali on-line?](#)

[Ho aderito a un'offerta di capitale di start-up innovativa su un portale: e adesso? Posso cambiare idea?](#)

[Quali sono i principali rischi dell'investimento in start-up innovative?](#)

[E quali sono i rischi connessi con gli investimenti effettuati tramite portali on-line?](#)

[... e dopo?](#)





Cos'è il *crowdfunding*?

Il termine *crowdfunding* 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**”) ricevendo talvolta in cambio una ricompensa.

Si parla di “*equity-based crowdfunding*” quando tramite l’investimento *on-line* si acquista un vero e proprio *titolo di partecipazione* in una società: in tal caso, la “ricompensa” per il finanziamento è rappresentata dal complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell’impresa.

È possibile distinguere [altri modelli](#) di *crowdfunding* a seconda del tipo di rapporto che si instaura tra il soggetto che finanzia e quello che ha richiesto il finanziamento.





Com'è disciplinato il fenomeno in Italia? Il “Decreto crescita *bis*” e il Regolamento CONSOB.

Nella maggior parte dei Paesi in cui operano portali di *crowdfunding* il fenomeno non è soggetto a **regolamentazione specifica**. L'Italia è invece il primo Paese in Europa ad essersi dotato di una **normativa relativa al solo *equity crowdfunding***.

È noto come il tessuto produttivo italiano sia fondato sulle **piccole imprese**. Sono anche note le loro difficoltà, soprattutto dopo la crisi del 2008, a ottenere finanziamenti dalle banche. Difficoltà ancora maggiori riscontrano le imprese neo costituite, meglio conosciute come ***start-up***.

Proprio a tali imprese si riferiscono alcune norme introdotte dal [Decreto Legge n. 179/2012](#) (articoli 25-32) (convertito nella legge 17 dicembre 2012, n. 221) recante “Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese” (noto anche come “Decreto crescita *bis*”). Lo stesso titolo del Decreto crescita *bis* ci fa capire le motivazioni della legge: lo stimolo alla **crescita economica del nostro Paese**. Nel complessivo disegno del legislatore, l'*equity crowdfunding* è lo strumento per favorire lo sviluppo delle ***start-up innovative*** attraverso la previsione di **regole e modalità di finanziamento** più semplici e in grado di sfruttare le potenzialità di *internet*.

Il Decreto ha delegato alla **Consob** il compito di disciplinare alcuni specifici aspetti del fenomeno con l'obiettivo di creare un “**ambiente**” **affidabile**, in grado, cioè, di creare **fiducia negli investitori**. La Consob ha adottato il nuovo [Regolamento](#) il 26 giugno 2013 a seguito della [consultazione](#) degli operatori.





Cosa sono le *start-up* innovative?

Sono ***start-up innovative*** le piccole società di capitali (spa, srl o cooperative) italiane, da poco operative, impegnate in settori innovativi e tecnologici o di utilità sociale (*start-up* a vocazione sociale).

Il Decreto crescita bis stabilisce i **requisiti** che tali società devono possedere e dispone diverse **semplificazioni normative** per favorirne la diffusione e lo sviluppo.

Per crescere bene è necessario un ambiente favorevole: per questo il legislatore, nel disegnare il sistema, ha previsto una particolare categoria di soggetti, **gli “incubatori”**: società di capitali italiane che offrono servizi per sostenere la nascita e lo sviluppo delle *start-up* innovative.

Le *start-up* innovative possono offrire i propri strumenti finanziari (anche) attraverso portali *on-line* se sono iscritte in una **sezione speciale del registro delle imprese** tenuto dalle Camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura dove è possibile acquisire le principali informazioni sulle società. Anche il sito internet delle singole *start-up* è un'importante fonte di informazioni: esso infatti riporta (e aggiorna ogni sei mesi) le **informazioni** sull'attività svolta, sui soci fondatori, sul personale e sugli altri elementi indicati dal Decreto crescita *bis* nonché sul bilancio.





Dove posso trovare le informazioni sulle offerte di capitali *on-line*? Cosa sono i portali di *equity crowdfunding*?

Per assumere tutte le informazioni necessarie a decidere se investire (tramite *internet*) i propri risparmi in [strumenti finanziari](#) emessi da *start-up* innovative gli investitori debbono consultare i **portali *on-line*** che si occupano di *equity crowdfunding*.

Si tratta di piattaforme ***vigilate dalla Consob*** che facilitano la raccolta del capitale di rischio emesso dalle *start-up* innovative.

I portali mettono a disposizione degli investitori le ***informazioni sulle start-up*** e sulle ***singole offerte*** attraverso apposite ***schede*** (redatte secondo il modello *standard* allegato al Regolamento ma ***non*** soggette ad approvazione da parte della Consob) che possono essere presentate anche con ***strumenti multimediali*** tramite ***immagini, video*** o “***pitch***” (le presentazioni, normalmente in *PPT*, con cui si descrivono l’azienda, la sua idea di *business*, le persone che la compongono e i piani che intendono perseguire con l’investimento cercato).





Chi può gestire un portale per la raccolta *on-line* di capitale di rischio emesso da *start-up* innovative?

I gestori iscritti al registro e quelli annotati nella sezione speciale ...

In virtù del fondamentale ruolo svolto dai portali per facilitare il finanziamento delle *start-up* innovative il legislatore ha ritenuto necessario garantire la “*qualità*” del servizio da essi svolto e l’“*affidabilità*” dei medesimi. Per questi motivi la gestione di questi portali è riservata a due categorie di soggetti:

- ✓ i soggetti [iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob](#) a seguito del preliminare rilascio dell’autorizzazione;
- ✓ le banche e le imprese di investimento (SIM) già autorizzate alla prestazione dei relativi servizi di investimento (i c.d. “[gestori di diritto](#)”).

L’elenco dei gestori di portali è [consultabile](#) sul sito della Consob.





Cosa accade quando un portale è gestito da un soggetto iscritto al registro della Consob? Ci sono differenze nei rapporti con gli investitori?

Ai **gestori dei portali iscritti nel registro della Consob** si applica una disciplina più “leggera” rispetto a quella dettata per gli intermediari tradizionali presso cui abitualmente i risparmiatori effettuano le proprie decisioni di investimento.

Come contropartita i gestori iscritti **non** possono detenere **somme di danaro** di pertinenza degli investitori né **eseguire direttamente gli ordini** per la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti sui propri portali dovendo a tal fine trasmetterli esclusivamente a banche o SIM. I gestori iscritti non possono poi svolgere in alcun modo consulenza finanziaria nei confronti degli investitori.

Il ruolo fondamentale del portale è quello di assicurare che gli investitori possano **comprendere le caratteristiche e i rischi** degli investimenti proposti, prendendo visione della relativa **informativa** e della presente sezione di **investor education**.





Il «percorso di investimento consapevole»

Una particolare tutela è rivolta nei confronti degli investitori *retail* (cioè quelli diversi da banche, SIM, compagnie di assicurazione, etc.) che devono completare un vero e proprio “percorso di investimento consapevole”: per accedere alla sezione del portale in cui è possibile aderire alle offerte devono infatti aver compilato un apposito questionario *on-line* da cui risulti che hanno preso visione delle informazioni messe a disposizione e che hanno compreso le caratteristiche e i rischi dell’investimento in capitale di rischio in *start-up* innovative.

Se l’investitore retail non supera tale percorso il gestore ***non può consentire che questi aderisca*** alle offerte presenti sul portale.





È sufficiente aderire all'offerta sul portale iscritto per completare l'investimento? Il ruolo delle banche e delle SIM in questa fase

Una volta che l'investitore decide di investire in una *start-up*, il gestore del **portale deve trasmettere l'ordine di adesione a una banca o una impresa di investimento** che provvederanno a perfezionare la sottoscrizione degli strumenti finanziari (e a raccogliere le somme corrispondenti in un conto indisponibile a favore dell'emittente).

In virtù della normativa vigente (nota anche come “disciplina MiFID” stante la derivazione dalla norma europea) le banche e le SIM dovranno svolgere l'attività nel rispetto della [disciplina sui servizi di investimento](#) che prevede una serie di obblighi informativi e di comportamento nei confronti degli investitori (tra cui la c.d. “[profilatura della clientela](#)”).

Per favorire lo sviluppo del *crowdfunding* e, quindi, agevolare l'accesso ai finanziamenti da parte delle *start-up* innovative, il Regolamento prevede una **esenzione dall'applicazione della disciplina sui servizi di investimento** a favore degli investimenti che siano complessivamente al di sotto di una determinata soglia pari a:

- ✓ **500 euro** per singolo ordine e **1.000 euro** per ordini complessivi annuali, per gli investimenti delle persone fisiche,
- ✓ **5.000 euro** per singolo ordine e **10.000 euro** per ordini complessivi annuali, per gli investimenti delle persone giuridiche.

Per applicare l'esenzione, **è necessario che gli investitori dichiarino di non avere superato le soglie** (prendendo in considerazione, per la soglia annuale, anche gli investimenti effettuati tramite altri portali nell'anno solare di riferimento).





E cosa accade quando il portale è gestito da una banca o da una SIM (annotata nella sezione speciale del registro)?

Le banche e le SIM non debbono ottenere un'apposita autorizzazione per gestire un portale per la raccolta di capitali di *start-up* innovative (in quanto sono già autorizzate alla prestazione dei servizi di investimento) ma **vengono semplicemente annotate** nella sezione speciale del registro dei portali previa comunicazione alla Consob.

In questi casi ai rapporti tra il portale e gli investitori si applicano le vigenti regole in materia [di servizi di investimento](#), come chiarito nella [Comunicazione Consob n. 0066128 del primo agosto 2013](#).

A tali soggetti non si applicano le regole più restrittive previste per i gestori iscritti nella sezione ordinaria del registro (divieto di detenere i fondi degli investitori e obbligo di trasmissione degli ordini a banche e SIM) e possono quindi **gestire integralmente** il processo della raccolta di capitali delle *start-up* innovative. Di contro, **non godono della esenzione** dalla disciplina di derivazione MiFID per gli ordini al di sotto delle soglie stabilite dal Regolamento Consob.

È opportuno che gli investitori prendano conoscenza del diritto di recesso che il portale dispone e delle condizioni per il suo esercizio.





Quali sono le regole che si applicano alle offerte di capitali *on-line*?

Le offerte *on-line* di strumenti finanziari emessi da *start-up* innovative sono offerte “speciali”.

Ad esse infatti si applicano le [regole particolari](#) stabilite dalla legge e dalla Consob: ad esempio, è importante sapere che non è pubblicato un prospetto, ma una scheda informativa (non approvata dalla Consob) che deve essere pubblicata sul portale e redatta secondo il [modello stabilito dalla stessa Autorità](#).





Ho aderito a un'offerta di capitale di *start-up* innovativa su un portale: e adesso? Posso cambiare idea?

Dal momento in cui gli investitori aderiscono *on-line* a un'offerta su un portale a quello in cui entreranno effettivamente in possesso degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta potrebbe trascorrere del **tempo** e talvolta l'offerta potrebbe anche **non andare a buon fine**.

Alla chiusura dell'offerta il portale dovrà **verificare che il 5% degli strumenti finanziari offerti sia stato sottoscritto da investitori professionali** e che siano state rispettate tutte le altre **condizioni della singola offerta**.

Gli investitori retail **hanno anche il diritto di cambiare idea** a patto che ciò avvenga entro i termini stabiliti. In particolare:

- ✓ entro 7 giorni dall'adesione è sempre possibile recedere senza alcuna spesa tramite una comunicazione al portale, secondo le modalità indicate dallo stesso;
- ✓ entro 7 giorni dalla data in cui nuove informazioni (fatto nuovo o segnalazione di un errore materiale) rispetto a quelle esposte sul portale sono portate a conoscenza degli investitori, è possibile revocare l'adesione all'offerta;

in entrambi i casi i soldi già versati saranno restituiti.





Quali sono i principali rischi dell'investimento in *start-up* innovative?

Adesso, prestiamo bene **attenzione**. L'investimento in *start-up* innovative presenta **caratteristiche particolari e rischi economici più elevati** rispetto agli investimenti tradizionali. Riflettiamo in primo luogo sul fatto che una *start-up* innovativa è qualcosa di **nuovo**: non ha una storia, né propria né riferita al settore in cui opera, non ha risultati da presentare, non ha dividendi da promettere (la cui distribuzione non è consentita affinché gli utili eventualmente realizzati siano reinvestiti nell'attività d'impresa).

Una *start-up*, in sostanza, offre **un'idea e un progetto per realizzarla**. La decisione se investire oppure no, pertanto, non si basa, come tradizionalmente avviene, su elementi economici e razionali ma, inevitabilmente, **sul nostro modo di apprezzare, anche emotivamente, il progetto che ci viene presentato**. E sull'impatto emotivo che il progetto può avere su di noi ben possono influire, oltre che le parole, le **immagini**, i **video** o i "**pitch**" presenti sul portale.

Tutti gli studi che trattano il tema del *crowdfunding* sottolineano l'importanza del fattore emozionale nella scelta del progetto da finanziare. E questo costituisce forse **uno degli aspetti più delicati** di cui l'investitore deve prendere coscienza nella sua decisione di impiegare i propri risparmi.

La mancanza di elementi economici e razionali cui fare riferimento e, conseguentemente, l'approccio inevitabilmente emozionale con cui si valuta l'investimento, oltre che la intrinseca rischiosità di società neo costituite operanti in settori innovativi, sono alla base dei **principali rischi** dell'investimento in *start-up* innovative. A questi si aggiunge il rischio di **truffa** tipico di tutte le transazioni effettuate *on-line*. Esaminiamoli più nel dettaglio.



continua





Rischio di perdita del capitale

La disciplina italiana sull'*equity crowdfunding* consente di sottoscrivere solo strumenti di capitale delle *start-up* innovative: si tratta quindi di investimenti tra i più rischiosi, perché acquistando “titoli di capitale” [si diventa soci](#) della *start-up* e si partecipa quindi per intero al ***rischio economico*** che caratterizza tutte le iniziative imprenditoriali.

E' opportuno pertanto investire in start-up solo le somme per le quali riteniamo di poter sostenere la totale perdita.

Poiché si tratta, come detto, di società neo costituite operanti in settori innovativi, il rischio che il progetto imprenditoriale non vada a buon fine è ancora maggiore rispetto a quello delle società già da tempo operanti in un determinato settore, il che, ovviamente, incide anche sul rischio per gli investitori di perdere l'intero capitale investito.

Inoltre, con riferimento all'intero nostro portafoglio, è sempre una saggia regola quella di ***diversificare gli investimenti***: in considerazione della sua elevata rischiosità l'investimento in *start-up* innovative dovrebbe rappresentare un percentuale (molto) limitata del portafoglio complessivamente investito anche in attività più tradizionali (titoli di Stato, obbligazioni, azioni, quote di fondi comuni, prodotti finanziari assicurativi depositi etc.).



continua





Mancanza (iniziale) di dividendi

Dobbiamo comprendere che non è facile che una società da poco costituita riesca, nei primi anni di vita, a produrre utili. Il “Decreto crescita *bis*” ha addirittura posto il **divieto di distribuzione di utili** (per tutto il periodo in cui la società emittente possiede i requisiti di *start-up* innovativa, e cioè per un massimo di 4 anni dalla iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese).

Gli eventuali utili saranno quindi necessariamente reinvestiti nella società accrescendo il valore della partecipazione. Chi investe in *start-up* potrà però beneficiare di un **trattamento fiscale di favore (vedi art. 29 del Decreto crescita *bis*)**.



continua





Il rischio di illiquidità

La liquidità di uno strumento finanziario consiste in generale nella sua capacità a **trasformarsi prontamente in moneta** senza perdita di valore. Essa dipende in primo luogo dall'esistenza di un mercato in cui il titolo può essere trattato e dalle caratteristiche di questo mercato.

In generale, a parità di altre condizioni, i titoli trattati su **mercati organizzati** (ad esempio, la Borsa Italiana o un sistema multilaterale di negoziazione) sono **più liquidi** dei titoli non trattati su detti mercati. Ciò accade perché la domanda e l'offerta di titoli vengono convogliate in gran parte sui mercati organizzati e, quindi, i prezzi rilevati in quel contesto sono ritenuti indicatori più affidabili dell'effettivo valore degli strumenti finanziari.

Quando invece gli strumenti finanziari **non sono trattati in mercati organizzati** può risultare **difficilissimo o impossibile liquidarli o comprenderne il valore effettivo**: questi strumenti finanziari sono più **"illiquidi"** (è più difficile venderli in tempi rapidi e a un prezzo che rispecchi effettivamente il loro valore).

Gli strumenti finanziari emessi dalle *start-up* innovative che possono essere sottoscritti tramite i portali di equity crowdfunding appartengono alla seconda categoria, dal momento che il Decreto crescita **ne vieta la negoziazione** nei mercati organizzati per il periodo in cui la società può essere considerata una *start-up* innovativa (**vedi art. 25, comma 2 del Decreto crescita bis**). Pertanto, chi compra tali strumenti deve essere consapevole del fatto che, accanto al rischio di perdita dell'intero capitale investito, vi è anche il rischio di "illiquidità" collegato sia al divieto per un primo periodo di essere scambiati su mercati organizzati e sia al fatto che – almeno inizialmente – non esiste un c.d. "mercato secondario" organizzato sul quale è possibile effettuare gli scambi una volta che gli strumenti sono stati sottoscritti. Resta ferma la possibilità di effettuare la compravendita fra privati, nel rispetto delle norme stabilite per i singoli casi, sostenendo i relativi costi.





E quali sono i rischi connessi con gli investimenti effettuati tramite portali *on-line*?

La diffusione dell'utilizzo di internet per le transazioni commerciali ha aumentato il rischio di incappare in iniziative illecite o in vere e proprie **truffe**.

Se riceviamo una proposta di investimento via e-mail, o se vogliamo aderire ad un'offerta per sottoscrivere o acquistare prodotti finanziari su un sito internet, è bene fare qualche verifica in più, ad esempio:

- controllare che il soggetto che propone l'investimento sia chiaramente identificabile;
- verificare che gli indirizzi forniti (telefono, fax e sede del soggetto) corrispondano effettivamente a quelli del soggetto, avvalendosi magari dei servizi "elenco abbonati telefonici";
- verificare sempre direttamente presso il registro tenuto dalla Consob che il gestore del portale sia autorizzato allo svolgimento delle offerte di strumenti finanziari emessi da *start-up* innovative. È bene inoltre sottolineare che anche qualora il soggetto dichiari (e lo sia effettivamente) di essere vigilato da un'autorità pubblica, ciò non comporta alcuna assunzione di responsabilità da parte di tale autorità né garantisce il contenuto delle proposte effettuate;



continua





E quali sono i rischi connessi con gli investimenti effettuati tramite portali *on-line*?

- verificare che l'indirizzo internet del portale cui si è connessi coincida con quello indicato nel registro dei gestori di portali presente sul sito della Consob;
 - diffidare delle richieste di dati/informazioni personali; è sempre bene controllare la politica di trattamento dei dati personali che il portale deve mettere a disposizione degli investitori (al fine di accertare che i propri dati non siano trasmessi a terzi);
 - ricordare infine che la raccolta di capitali promossa tramite portali di crowdfunding iscritti nella sezione ordinaria del registro tenuto dalla Consob si perfeziona **sempre** tramite **banche** o **imprese di investimento** (SIM). Il gestore iscritto nel registro dei portali **non può richiedere** al cliente di **versare a suo favore le somme** necessarie per la sottoscrizione degli strumenti finanziari. Queste dovranno essere versate solo in un conto indisponibile intestato all'emittente acceso presso la Banca o la SIM.
- Infine, se avete dei dubbi, rivolgetevi alla Consob, anche per eventuali segnalazioni di attività che non appaiono del tutto "lecite".





... e dopo?

Investire i propri risparmi non implica soltanto la scelta e l'acquisto: è bene continuare a seguire i nostri investimenti nel tempo e acquisire il maggior numero di informazioni possibili.

Se siamo diventati soci di una società *start-up*, possiamo **partecipare alla vita societaria** esercitando – ove previsto – il **diritto di voto** (laddove previsto) nelle assemblee o esaminando e approvando i **bilanci** societari. Siamo d'accordo: non si tratta di documenti che si presentano come particolarmente interessanti. Ma vanno letti, perché ci forniscono informazioni sullo stato di "salute" del nostro investimento e ci possono far riflettere sull'opportunità di mantenerlo o venderlo.

A questo fine, dobbiamo leggere attentamente la documentazione che normalmente la società mette a disposizione dei soci. Ricordiamo che il portale, una volta conclusa l'offerta, non è obbligato a pubblicare questa documentazione e pertanto dobbiamo seguire con molta attenzione il **sito internet della società** di cui abbiamo sottoscritto gli strumenti finanziari ricordandoci che la società, finché è in possesso dei requisiti di start up-innovativa, deve aggiornare le informazioni elencate dal "Decreto crescita *bis*" almeno ogni sei mesi.



continua





... e dopo?

Attenzione poi al **cambio di controllo**! Lo statuto della start up innovativa (che ogni socio deve conoscere), finché rimane tale e comunque nei successivi tre anni dalla conclusione dell'offerta effettuata tramite il portale, riconosce agli investitori, nel caso di cambio di controllo societario, il **diritto di recesso o di co-vendita** (c.d. *tag along*), indicandone modalità e condizioni.

Attenzione, inoltre, alle vicende societarie successive alla raccolta di capitali cui noi abbiamo aderito: la società potrebbe ad esempio effettuare ulteriori aumenti di capitale anche attraverso altri portali di *crowdfunding*. Se non si esercita il “diritto di opzione” (cioè il diritto dei soci già esistenti di sottoscrivere le nuove azioni o quote emesse dalla società) esiste il rischio che il proprio investimento subisca un effetto di “**diluizione**” (perché sono entrati nuovi soci a seguito dell'aumento di capitale), e la propria partecipazione nella società possa “pesare” (percentualmente) un po' meno, in termini di voti, dividendi attesi e valore.

La società emittente potrebbe infine avere un interesse ad agevolare un “mercato” dei propri strumenti finanziari. Seppure i titoli di una start up innovativa non possano essere negoziati in mercati regolamentati, potrebbero essere creati, anche con l'ausilio del portale, dei **punti di incontro** fra gli investitori (blog, bacheche etc.) dove i soci possono seguire gli sviluppi della vita societaria e proporre la compravendita dei propri strumenti finanziari.





Schede di approfondimento





I modelli di *crowdfunding*

Vi sono anzitutto piattaforme in cui è possibile fare **donazioni** per sostenere una determinata causa o iniziativa senza ricevere nulla in cambio (è il c.d. modello “**donation based**”): ad esempio, si sostiene la campagna elettorale di un candidato con lo scopo di favorirne l’elezione.

È poi possibile partecipare al finanziamento di un progetto ricevendo in cambio un **premio** o una specifica ricompensa non in denaro (è il c.d. modello “**reward based**”): ad esempio, si finanzia uno spettacolo teatrale e in cambio si ottiene il biglietto per assistere alla sua rappresentazione. Questo è il **modello** di *crowdfunding* **ad oggi più diffuso**.

Con il *crowdfunding* inoltre è possibile realizzare prestiti di privati nei confronti di altri privati, ricompensati con il pagamento di interessi ed effettuati per il tramite di piattaforme *on-line* (c.d. modello di “**social lending**” o “**peer to peer lending**”).

Quelli ora descritti peraltro sono modelli esemplificativi e non esauriscono l’insieme delle forme di *crowdfunding* esistenti a livello globale (si sta ad esempio diffondendo il nuovo modello “**royalty based**” nel quale si finanzia una determinata iniziativa ricevendo in cambio una parte dei profitti).



[torna alla presentazione](#)





Requisiti della *start-up* innovativa

Ai sensi del Decreto crescita *bis*:

- ✓ **non è quotata** su mercati regolamentati (o su altri sistemi di negoziazione);
- ✓ è costituita e svolge attività di impresa da **non più di 48 mesi**;
- ✓ ha la **sede principale in Italia**;
- ✓ è di **piccole dimensioni** (totale del valore della produzione annua non superiore a 5 milioni di euro);
- ✓ **non distribuisce utili**;
- ✓ è impegnata in via esclusiva, o comunque prevalente, nello sviluppo, produzione e commercializzazione di prodotti o servizi **innovativi ad alto valore tecnologico**, ovvero opera in via esclusiva nei settori di riferimento della disciplina dell'impresa sociale (link art. 2, comma 1 d.lgs. 24 marzo 2006, n. 155).

Le *start-up* innovative devono inoltre possedere **almeno uno** dei seguenti requisiti:

- ✓ investire in **ricerca e sviluppo** (almeno il 15% del maggior valore tra costo e valore della produzione);
- ✓ avere fra i **dipendenti** più di un terzo di dottori di ricerca o laureati comunque impegnati nella ricerca (ovvero più dei due terzi in possesso di laurea magistrale);
- ✓ essere titolari di **diritti di sfruttamento** (almeno uno) di invenzioni industriali, elettroniche, biotecnologiche o di nuove varietà vegetali ovvero di diritti relativi a un programma per elaboratore originario, perché tali privative siano afferenti all'oggetto sociale e all'attività d'impresa.



[torna alla presentazione](#)





Deroghe in favore delle *start-up* innovative

Il “Decreto crescita bis” stabilisce in favore delle *start-up* innovative una serie di deroghe all’applicazione di norme di legge in materia di:

- ✓ **obblighi di riduzione del capitale in presenza di perdite** (alle *start-up* innovative è consentito ridurre il capitale entro due esercizi anziché entro l’esercizio successivo);
- ✓ **diritti dei possessori di quote di s.r.l.** (a differenza della disciplina ordinaria per le s.r.l. è consentita la creazione di “categorie di quote” aventi diritti diversi rispetto alle quote ordinarie e anche di quote prive del diritto di voto);
- ✓ **crisi d’impresa** (le *start-up* innovative in crisi non sono assoggettate al fallimento né alle altre procedure concorsuali potendo invece accedere alle più semplici procedure di riorganizzazione del debito e di liquidazione del patrimonio previste dalla legge n. 3 del 2012);
- ✓ **offerta al pubblico di quote di s.r.l.** (le quote di partecipazione al capitale di *start-up* innovative che hanno la forma di s.r.l. possono essere offerte al pubblico, a differenza delle comuni s.r.l. cui ciò è vietato).

Secondo i dati pubblicati nella sezione speciale del [registro delle imprese](#) delle Camere di Commercio la quasi totalità delle *start-up* innovative sono costituite in forma di s.r.l.



[torna alla presentazione](#)





Gli incubatori di *start-up*

Affinché possano fornire un “buon” supporto alle *start-up* gli incubatori devono possedere alcuni requisiti stabiliti dal Decreto, e cioè:

- ✓ disporre di **strutture**, anche immobiliari, idonee;
- ✓ disporre di **attrezzature** adeguate, quali accesso a internet ultraveloce, macchinari per test e prove;
- ✓ avere **amministratori** e **dirigenti** di riconosciuta competenza in materia di impresa e innovazione;
- ✓ avere regolari rapporti di **collaborazione** con università, centri di ricerca, istituzioni pubbliche e istituti finanziari;
- ✓ avere una comprovata **esperienza** nell'attività di sostegno alle *start-up* innovative, valutata attraverso la concreta attività prestata.

Qualora posseggano i requisiti richiesti anche gli incubatori, come le *start-up* innovative, sono iscritti in una sezione speciale del [registro delle imprese](#) tenuto dalle Camere di commercio ove è possibile assumere informazioni sulle loro attività e caratteristiche.

 [torna alla presentazione](#)





La trasparenza delle *start-up* innovative

La legge impone alle *start-up* di fornire ed aggiornare con cadenza almeno semestrale sul proprio sito le seguenti informazioni:

- ✓ data e luogo di costituzione, nome e indirizzo del notaio,
- ✓ sede sociale ed eventuali sedi periferiche,
- ✓ oggetto sociale,
- ✓ breve descrizione dell'attività svolta, comprese le attività e le spese in ricerca e sviluppo,
- ✓ elenco dei soci, con evidenza delle fiduciarie, *holding*, con autocertificazione di veridicità,
- ✓ elenco delle società partecipate,
- ✓ indicazione di titoli di studio e delle esperienze professionali dei soci e del personale che lavora nella *start-up* (ad eccezione dei dati sensibili),
- ✓ indicazione dell'esistenza di relazioni professionali, di collaborazione o commerciali con incubatori certificati, investitori istituzionali e professionali, università e centri di ricerca,
- ✓ ultimo bilancio depositato (standard XBRL),
- ✓ elenco dei diritti di privativa su proprietà industriale e intellettuale.



[torna alla presentazione](#)





Il registro dei gestori di portali – sezione ordinaria

Il Regolamento della Consob distingue il *registro dei portali in due sezioni*, una *ordinaria* e una speciale.

Nella sezione *ordinaria* del registro sono iscritti i *gestori di portali che sono autorizzati dalla Consob* in seguito all'esito positivo di procedimento per la verifica della sussistenza dei requisiti richiesti dal TUF e dal Regolamento Consob, tra i quali:

- ✓ la forma giuridica di società di capitali;
- ✓ il possesso, da parte dei soci di controllo, di determinati *requisiti di onorabilità*;
- ✓ il possesso, da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, di determinati *requisiti di onorabilità* (gli stessi previsti per i soci di controllo) e di *professionalità*;
- ✓ la presentazione di una *relazione sull'attività di impresa e sulla struttura organizzativa* (da predisporre secondo le indicazioni allegate al Regolamento).

La perdita dei requisiti è una delle cause che comporta la cancellazione del gestore dal registro.



[torna alla presentazione](#)





Il registro dei gestori di portali – sezione speciale

Nella sezione speciale sono invece annotati i “**gestori di diritto**”, ovvero le banche e le imprese di investimento autorizzate alla prestazione dei relativi servizi di investimento che hanno comunicato alla Consob lo svolgimento della gestione di portali di *equity crowdfunding*.



[torna alla presentazione](#)





Il registro dei gestori di portali – pubblicità e vigilanza

Il registro è consultabile attraverso il sito internet della Consob e attraverso i siti dei portali e al suo interno potranno essere rinvenute importanti informazioni sui gestori di portali tra cui: il collegamento alla *home page* del sito internet del portale e gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob nei confronti dei gestori.

La Consob esercita la vigilanza sui gestori iscritti al registro potendo richiedere dati notizie e documenti ed effettuando ispezioni. Nel caso accerti la violazione di regole da parte del gestore può sospenderlo dall'attività e, nei casi più gravi, radiarlo dal registro, oltre ad irrogare sanzioni pecuniarie.

 [torna alla presentazione](#)





Quali sono le informazioni che deve fornire il portale?

Il portale gestito da un soggetto iscritto nel registro tenuto dalla Consob deve ***mettere a disposizione dell'investitore tutte le informazioni necessarie a consentirgli di assumere una decisione di investimento in modo consapevole*** (tenendo conto quindi delle caratteristiche e dei rischi che corre), come richiesto dal Regolamento adottato dalla Consob. I portali possono utilizzare anche tecniche multimediali di comunicazione per fornire le informazioni richieste (ad esempio, video e presentazioni).

Il gestore ha l'obbligo di assicurare che le informazioni fornite tramite il portale siano aggiornate, accessibili almeno per i dodici mesi successivi alla chiusura delle offerte e che le stesse siano rese disponibili agli interessati che ne facciano richiesta per un periodo di cinque anni dalla data di chiusura dell'offerta.

In sintesi, il regolamento prevede che l'investitore sia messo in grado di acquisire una conoscenza in merito ai tre differenti aspetti dell'*equity crowdfunding* ...



continua





le informazioni sul portale

l'investitore deve essere informato su:

- ✓ chi gestisce il portale (chi controlla tale soggetto e chi svolge funzioni di amministrazione direzione e controllo),
- ✓ le attività svolte da portale: ad esempio, in che modo sono selezionate le offerte,
- ✓ come sono gestiti gli ordini per la sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto delle offerte presentate sul portale,
- ✓ quali sono i costi a carico degli investitori,
- ✓ le misure che il portale ha predisposto per gestire: i rischi di frode, i conflitti di interesse, la gestione dei reclami e per il corretto trattamento dei dati personali,
- ✓ i dati aggregati sulle offerte svolte dal portale e i risultati raggiunti,
- ✓ la normativa di riferimento, i link al registro tenuto dalla Consob, alla sezione di *investor education* predisposta dall'Autorità e alla sezione speciale del registro delle imprese dedicata alle *start-up* innovative,
- ✓ i provvedimenti sanzionatori o cautelari che la Consob ha adottato nei riguardi del gestore del portale,
- ✓ le iniziative del portale nei confronti delle *start-up* innovative nei casi di inosservanza delle regole di funzionamento del portale.



continua





le informazioni sull'investimento

L'investitore deve poter acquisire informazioni su:

- ✓ il rischio di perdere l'intero capitale investito,
- ✓ il rischio di non poter "liquidare" in tempi brevi l'investimento effettuato (rischio di illiquidità),
- ✓ il fatto che non percepirà i dividendi sugli utili finché la società sarà una *start-up* innovativa (perché la legge ha posto un divieto),
- ✓ i benefici fiscali introdotti di Decreto Crescita *bis* (durata e decadenza),
- ✓ le deroghe al diritto societario e al diritto fallimentare,
- ✓ i contenuti tipici di un *business plan*,
- ✓ il diritto di recesso che il Regolamento adottato dalla Consob attribuisce agli investitori *retail* esercitabile (senza alcuna spesa né motivazione) entro sette giorni dalla data dell'adesione *on-line* all'offerta.



continua





Le informazioni sulle singole offerte

il portale deve pubblicare:

- ✓ una “scheda” con tutte le informazioni che la Consob ha elencato nell’Allegato 3 del Regolamento e i relativi aggiornamenti,
- ✓ le informazioni utili a identificare le banche e le imprese di investimento cui saranno trasmessi gli ordini per la loro definitiva esecuzione,
- ✓ il conto corrente (vincolato) della *start-up* innovativa presso cui saranno depositate le somme raccolte,
- ✓ le informazioni e le modalità per esercitare il diritto di revocare l’adesione all’offerta che il regolamento adottato dalla Consob attribuisce agli investitori *retail* definiti come quelli «diversi dagli investitori professionali» (sono investitori professionali le banche, le SIM, le compagnie di assicurazione, etc.) nei casi in cui sopraggiungano dei fatti in grado di influire sulla decisione di investimento (fatti nuovi sull’offerta oppure modifiche delle informazioni fornite a seguito di un errore),
- ✓ le informazioni sullo stato delle adesioni alle offerte (dando anche informazioni circa le modalità di pubblicazione e di aggiornamento).



[torna alla presentazione](#)





Il «percorso di investimento consapevole»

Il Regolamento Consob prevede che prima di poter aderire alle offerte presentate sul portale gli investitori *retail* devono, mediante le modalità presenti sul portale:

- ✓ **dare prova** di aver **preso visione** delle informazioni di *investor education* presenti sul sito *internet* della Consob,
- ✓ aver **risposto positivamente** a un **questionario** sulle caratteristiche essenziali e i rischi principali connessi all'investimento in *start-up* innovative,
- ✓ **dichiarare** di essere in grado di **sostenere economicamente l'intera perdita** dell'investimento che intendono effettuare.



[torna alla presentazione](#)





Quali sono le regole speciali per le offerte su portali on-line?

Il TUF e il Regolamento Consob stabiliscono che tali offerte:

- ✓ **non possono superare** la somma di 5 milioni di euro,
- ✓ possono essere trattate **solo da portali** gestiti da soggetti iscritti o annotati nel Registro tenuto dalla Consob,
- ✓ possono avere ad oggetto solo strumenti finanziari **rappresentativi del capitale di rischio** (azioni o “quote”),
- ✓ vanno a buon fine solo se il 5% del loro ammontare è sottoscritto da un **investitore professionale**,
- ✓ devono riconoscere il diritto di revoca agli investitori per i casi in cui intervengono cambiamenti significativi della situazione della *start-up* o delle condizioni dell’offerta.

Infine, affinché l’offerta sia ammessa sul portale, lo statuto della *start-up* deve prevedere:

- ✓ nel caso in cui – una volta che si è chiusa l’offerta sul portale - i soci di controllo **trasferiscano il controllo** a terzi, la possibilità per gli altri soci di recedere dalla società (**diritto di recesso** a seguito del quale si ha diritto alla liquidazione della propria partecipazione) ovvero il diritto per gli altri soci di vendere anche le proprie partecipazioni al soggetto che acquista il “pacchetto di controllo” alle stesse condizioni applicate ai soci di controllo (c.d. diritto di “co-vendita” o “tag-along”),
- ✓ la comunicazione alla start up nonché la pubblicazione (sul sito della stessa) dei **patti parasociali**.



[torna alla presentazione](#)





Quali sono le informazioni sulle singole offerte che trovo sul portale?

- ✓ una “**scheda**” con tutte le informazioni che la Consob ha elencato nell’Allegato 3 del [Regolamento](#) e tutti i relativi aggiornamenti,
- ✓ **le banche e le imprese di investimento** cui saranno trasmessi gli ordini per la loro definitiva esecuzione,
- ✓ il **conto corrente** (vincolato) della *start-up* innovativa presso cui saranno depositate le somme raccolte,
- ✓ le informazioni e le modalità per esercitare il **diritto di revocare l’adesione all’offerta** nei casi in cui, una volta che l’investitore abbia aderito all’offerta, sopraggiungano dei fatti in grado di influire sulla decisione di investimento (fatti nuovi sull’offerta oppure modifiche delle informazioni fornite a seguito di un errore),
- ✓ le informazioni sull’aggiornamento dello **stato delle offerte** (modalità di pubblicazione e aggiornamento).



[torna alla presentazione](#)





Quali sono le condizioni affinché l'offerta vada a buon fine?

Affinché un'offerta vada a buon fine è necessario che si verifichino tutte le condizioni cui è subordinato il suo perfezionamento. Si tratta dei presupposti stabiliti dalla legge e dal Regolamento Consob e delle ulteriori eventuali condizioni apposte dalla *start-up* e di cui l'investitore prende conoscenza leggendo la "scheda" dell'offerta pubblicata sul portale.

In particolare, l'investitore deve comprendere se sta aderendo ad un'offerta "**tutto o niente**" perché in questo caso, se non è raggiunto il 100% delle adesioni (di cui il 5% da parte di investitori professionali), l'offerta decade (e i soldi versati per la sottoscrizione degli strumenti finanziari nel conto indisponibile sono restituiti agli investitori). Diverso è il caso delle c.d. "**offerte scindibili**" che vanno a buon fine a prescindere dalle somme raccolte (per le quali però esiste un maggior rischio di fattibilità del progetto imprenditoriale nel caso in cui l'offerta raggiunga un numero di sottoscrizioni ridotto).

 [torna alla presentazione](#)





Gli strumenti finanziari oggetto delle offerte *on-line*

Il “Decreto crescita *bis*” ha stabilito che sui portali *on-line* è possibile svolgere offerte aventi ad oggetto unicamente “**strumenti di capitale di rischio**” emessi da *start-up* innovative: si tratta delle azioni di s.p.a. e delle quote di s.r.l. Non è dunque possibile che si svolgano offerte aventi ad oggetto **titoli di debito** (ad es. le **obbligazioni**).

Chi acquista titoli di capitale normalmente ha diritto a percepire annualmente il dividendo (cioè, una quota parte) sugli utili che la società ha conseguito nel periodo di riferimento. A parità di altre condizioni, **un titolo di capitale è più rischioso di un titolo di debito**, in quanto la **remunerazione** spettante a chi lo possiede (dividendi) è legata agli utili della società emittente (l’andamento economico incide di più sul rendimento). La remunerazione del soggetto che acquista un titolo di debito corrisponde al pagamento degli interessi e il rischio che sopporta (mancato pagamento degli interessi) sussiste solo in caso di dissesto finanziario della società emittente (prescinde quindi dalla presenza o meno di utili: gli interessi dei titoli di debito devono comunque essere pagati, a meno che la società non sia in dissesto).

Vi sono poi differenze anche con riferimento al **valore del capitale** che è stato investito. In caso di **fallimento** della società emittente, i detentori di titoli di debito potranno infatti partecipare, con gli altri creditori, alla suddivisione - che comunque si realizza in tempi solitamente molto lunghi - dei proventi derivanti dal realizzo delle attività della società, mentre è pressoché escluso che i detentori di titoli di capitale possano vedersi restituire una parte di quanto investito. Per converso, in caso di andamento positivo del progetto imprenditoriale finanziato, l’investitore potrà vedere crescere il valore della propria partecipazione ben oltre quanto inizialmente investito.



[torna alle informazioni sui portali](#)



[torna al rischio di perdita del capitale](#)



