

FEDERICA  
IPPOLITO



TTS

CENTRO STUDI SVILUPPO  
RELAZIONI PER LA SICUREZZA

EQUITY  
CROWDFUNDING



**Federica Ippolito autore**

**Lo sviluppo normativo dell'equity crowdfunding in Italia**

ISBN: **9791281687103**

Realizzato e pubblicato in collaborazione con l'autore da



**TTS**

CENTRO STUDI SVILUPPO  
RELAZIONI PER LA SICUREZZA

Centro Studi Sviluppo Relazioni per la Sicurezza – TTS



Unitel Sapienza Università degli Studi di Roma

Copyright © 2024 Centro Studi Sviluppo Relazioni per la Sicurezza – TTS

L'utilizzo anche parziale del materiale contenuto all'interno di questo libro, dovrà essere preventivamente concordato con l'autore e l'ente editore.

L'opera viene Pubblicata a scopo divulgativo come “pubblicazione scientifica”, distribuita gratuitamente e liberamente consultabile

[www.ttsecurity.it](http://www.ttsecurity.it)

[centrostuditts@gmail.com](mailto:centrostuditts@gmail.com)

Instagram: [Tts Centrostuditts](#)

Facebook: [TTS Centro Studi Sviluppo Relazioni per la Sicurezza](#)

Linkedin: [TTS thinktanksecurity](#)

YouTube: [Centrostudi TTS](#)

**Lo sviluppo normativo  
dell'equity crowdfunding in Italia**

**Federica Ippolito**

## **Indice**

Introduzione

Capitolo primo

Equity Crowdfunding: un'introduzione

1.1. Le origini

1.2. La disciplina e le caratteristiche principali

Capitolo Secondo

Evoluzione normativa

2.1. I primi interventi normativi

2.2. Successivo sviluppo normativo

2.3. Il Regolamento (UE) 2020/1503

2.4. Il d. lgs. 10 marzo 2023, n. 30

Capitolo Terzo

Il nuovo Regolamento della CONSOB

3.1. Regolamento in vigore

3.2. Prospettive future

Bibliografia



## Introduzione

L'Italia è stata il primo Paese in Europa ad adottare una normativa specifica e completa sul crowdfunding, focalizzata sulla negoziazione di partecipazioni sociali (equity-based). Introdotta nel 2012, la disciplina sull'equity crowdfunding ha subito nel corso degli anni diverse modifiche, apportando significative variazioni alle sue caratteristiche e peculiarità.

L'obiettivo principale è stato quello di sviluppare un quadro normativo che favorisse la capitalizzazione e il finanziamento delle piccole e medie imprese (PMI) anche attraverso fonti non bancarie. In questo contesto, l'equity crowdfunding è stato concepito come una forma di finanziamento alternativo, particolarmente utile per le imprese in fase di start up o caratterizzate da un elevato rischio operativo, categorie spesso considerate difficilmente finanziabili tramite canali bancari tradizionali.

Il Decreto Legge n. 3 del 24 gennaio 2015 ha esteso l'accesso al crowdfunding anche alle PMI qualificate come "PMI innovative". È stato inoltre concesso agli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e alle società che investono principalmente in start up/PMI innovative di effettuare collocamenti online dei propri capitali.

Con la Legge di Bilancio 2017 del Senato, all'art. 1, comma 70, è stata introdotta la possibilità di quotare le PMI, non necessariamente innovative, costituite come società per azioni (S.p.A.) tramite portali di crowdfunding. In seguito al Decreto Legge n. 50 del 24 aprile 2017, è stata estesa la possibilità di ricorrere all'equity crowdfunding a tutte le PMI. Attualmente, a seguito di ulteriori aggiornamenti normativi, l'equity crowdfunding si configura come un aumento di capitale a pagamento, realizzato attraverso un'offerta di raccolta fondi online.

Nonostante le sfide imposte dalla pandemia da Covid-19, il 2020 può essere oggi considerato come un anno propizio per gli investimenti alternativi che si sono sviluppati in seguito, in particolar modo il crowdfunding. Paradossalmente, la crisi sanitaria da Covid-19 ha funzionato come un catalizzatore invece che come un ostacolo nel motivare gli investitori ad esplorare forme di investimento non convenzionali.

La totale e generale insicurezza che ha coinvolto investitori e finanziatori e che ha permeato tutti i settori dell'economia ha spinto questi attori a considerare nuove forme di investimento, con il crowdfunding che emerge come una delle opzioni più interessanti. Con le nuove disposizioni e normative europee, si prevede infatti che questo fenomeno crescerà significativamente nei prossimi anni al punto tale che gli esperti suggeriscono che il lending crowdfunding arriverà a ricoprire un ruolo predominante nei mercati europei. Questa previsione è supportata da diverse ragioni, tra cui l'ampia accessibilità del settore attraverso il web e i potenziali rendimenti, che si attestano intorno al 10% annuo, rendendo questo tipo di investimento alternativo molto attraente.

Questo quadro generale rende bene l'idea di quello che è e che potrà essere in futuro questo nuovo strumento finanziario; per questo stesso motivo, Europa e singoli stati membri dell'Unione europea si stanno muovendo costantemente al fine di migliorare la sua regolamentazione e agevolarne il processo.

Alla luce di queste brevi ma essenziali considerazioni, il presente elaborato di tesi intende ripercorrere in modo attento le più importanti tappe normative del processo di crowdfunding nell'intento di valutare come e in che modo, in così pochi anni, si sia sviluppato questo nuovo metodo di finanziamento e come ancora lo stesso possa essere ancora migliorato attraverso interessanti accorgimenti normative. Il progetto di tesi si articola in tre capitoli.

Il primo capitolo introduce la materia del crowdfunding: dopo una iniziale presentazione storica in cui si evince il suo recente e veloce sviluppo, si procede con l'analisi e la valutazione della disciplina nelle sue caratteristiche e peculiarità, approfondendo i diversi generi e gli attori che ne sono coinvolti.

Il secondo capitolo approfondisce invece la sua evoluzione normativa, dai primi interventi, alle più recenti attuazioni, sia a livello nazionale che a livello europeo. In questo capitolo si precisa l'entità di questo strumento e la conseguente necessità di regolamentarlo in modo adeguato allo scopo di non far emergere criticità e contraddizioni, anche e soprattutto in considerazione della dinamica che spesso coinvolge e condiziona gli ordinamenti nazionali rispetto a quello europeo.

Infine, il terzo ed ultimo capitolo affronta e approfondisce le più recenti Disposizioni Consob in materia, organo appositamente delegato alla gestione e alla regolamentazione normativa di strumenti finanziari come questi.

## Capitolo primo

### Equity Crowdfunding: un'introduzione

#### 1.1. Le origini

La rivoluzione tecnologica e la crisi finanziaria hanno spinto gli imprenditori di oggi a adottare un nuovo modello di finanziamento chiamato Crowdfunding. Questo innovativo strumento consente la raccolta di fondi dalle persone a livello individuale, offrendo alle nuove imprese l'opportunità di ottenere finanziamenti per avviare la propria attività senza dover dipendere dal tradizionale credito bancario<sup>1</sup>.

Il Crowdfunding, dunque, permette all'imprenditore di presentare la sua idea di business su una piattaforma online dedicata e invitare le persone a contribuire finanziariamente al progetto. Questo può avvenire attraverso donazioni, pre-acquisti dei prodotti o servizi offerti, investimenti in cambio di quote di proprietà o altre forme di partecipazione.

La specialità del Crowdfunding risiede soprattutto nella sua natura inclusiva: esso, infatti, non solo offre a chiunque la possibilità di investire in nuovi progetti, ma consente anche all'imprenditore di accedere a una vasta rete di potenziali sostenitori, tra cui amici, familiari, conoscenti e addirittura sconosciuti interessati al suo business. Inoltre, questo moderno processo di finanziamento presenta anche l'aspetto della condivisione: attraverso la promozione del proprio progetto sui social media e online, l'imprenditore può coinvolgere attivamente la comunità e creare una base di fan fedeli che supporteranno il progetto non solo finanziariamente, ma anche con il passaparola e la diffusione della notizia.

---

<sup>1</sup> Abate D., *“Come avviare una start up di successo”*, HOW2 Edizioni, 2014, pag. 26.

Il crowdfunding è un metodo di finanziamento piuttosto recente: il termine è stato coniato nel 2006 da Jeff Howe<sup>2</sup>, un giornalista specializzato nell'economia digitale, in un suo articolo di quell'anno pubblicato sulla rivista *Wired*<sup>3</sup>. Questi lo definì come un modello di business in cui un'azienda esternalizza parte delle sue attività ad un vasto pubblico. L'aggregazione di questo pubblico avviene solitamente attraverso una chiamata aperta effettuata su siti web. Letteralmente Crowdfunding vuol dire "*finanziamento dalla folla*" e si sostanzia in un processo di raccolta di fondi che coinvolge un ampio numero di investitori (*crowd* =folla) attraverso il mondo online.

Più in dettaglio, Michael Sullivan è stato la persona che ha realmente messo in pratica il concetto di crowdfunding. Attraverso la fondazione di Fundavlog, un sito web che si proponeva di promuovere eventi e iniziative nel settore dei videoblog, Sullivan ha iniziato a raccogliere finanziamenti da parte degli utenti della rete internet per sostenere questi progetti. Sullivan affermava: "*Molte cose sono fattori importanti, ma il finanziamento della 'folla' è la base dalla quale tutto il resto dipende e su cui tutto è costruito. Quindi, crowdfunding è un termine preciso per aiutarmi a spiegare questo elemento centrale di Fundavlog*<sup>4</sup>.

Tuttavia, le principali piattaforme che hanno dato avvio in modo concreto e diffuso a questo nuovo tipo di finanziamento sono state *Kickstarter* e *Indiegogo* nel 2009. Queste, infatti, sono diventati i principali intermediari tra coloro che avevano idee creative o progetti da realizzare e gli utenti disposti a finanziarli per realizzarli. Queste piattaforme offrono uno spazio dove gli utenti possono presentare i loro progetti e fissare un obiettivo di finanziamento da raggiungere entro una data specifica. Gli utenti possono quindi donare denaro al progetto o acquistare prodotti o servizi correlati come forma di sostegno finanziario. Se il progetto raggiunge l'obiettivo di finanziamento entro la data stabilita, i fondi vengono trasferiti al proponente del progetto. In caso contrario, i finanziamenti vengono restituiti agli utenti.

---

<sup>2</sup> Jeff Howe, Docente di Giornalismo, Northeastern University

<sup>3</sup> Howe J., "*The Rise of Crowdsourcing*", su *Wired*, giugno 2006.

<sup>4</sup> Abate D., "*Come avviare una start up di successo*", HOW2 Edizioni, 2014, pag. 26.

Tuttavia, nonostante le prime creazioni di queste piattaforme e l'idea nata nel 2006, va precisato che la diffusione del crowdfunding ha preso piede soprattutto a seguito di alcuni eventi che ne hanno creato le giuste prerogative. In effetti, questo modello di finanziamento è emerso soprattutto in conseguenza della scarsità di finanziamenti bancari verso le imprese a seguito della crisi finanziaria del 2008<sup>5</sup>. Gli studi condotti da esperti economici<sup>6</sup> suggeriscono che, se non fosse stata per la crisi di quell'anno, le imprese non avrebbero sentito la necessità di cercare nuovi strumenti di finanziamento e, di conseguenza, il crowdfunding non avrebbe avuto un'adozione così diffusa come sta avvenendo attualmente.

Inoltre, è fondamentale sottolineare l'importanza dell'influenza della rivoluzione tecnologica. Senza l'avvento di Internet e la creazione dei siti web, non sarebbe stato possibile utilizzare tali piattaforme per avviare operazioni finanziarie. La disponibilità di queste risorse digitali ha rivoluzionato il modo in cui le persone gestiscono le proprie finanze. Adesso è possibile accedere e monitorare i propri conti bancari online, effettuare pagamenti e transazioni in modo rapido e sicuro, senza doversi recare fisicamente in una banca. Inoltre, grazie all'utilizzo di app mobili e altre innovazioni tecnologiche, gli utenti possono gestire i propri investimenti, tenere traccia delle spese e fare trading direttamente dal proprio smartphone o tablet. Questa facile accessibilità e l'ampia gamma di servizi finanziari disponibili hanno reso l'utilizzo delle piattaforme online un'opzione molto popolare tra gli individui di tutte le età e fasce di reddito.

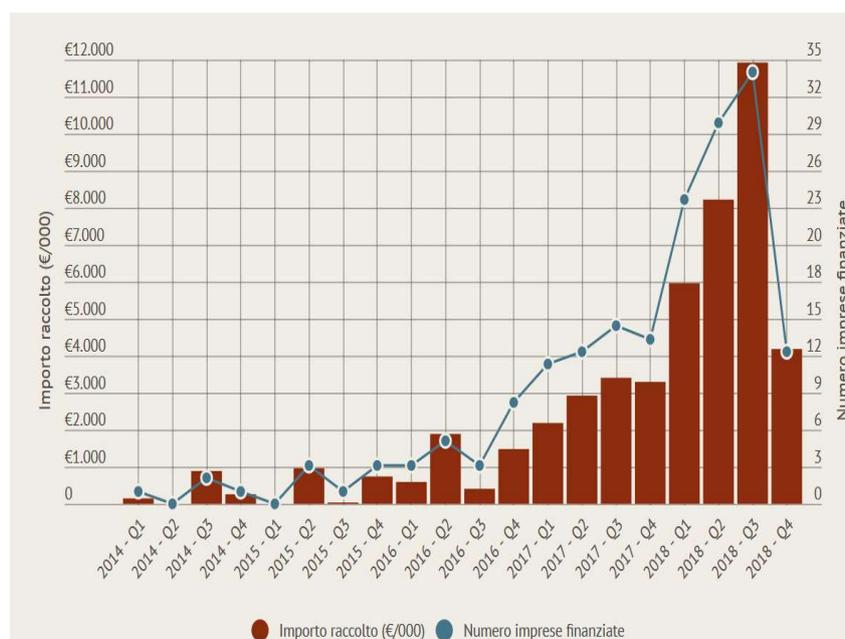
In terzo luogo non va trascurata l'importanza legata ai media e alla loro fondamentale funzione di divulgazione delle informazioni che hanno promosso e diffuso l'uso di questo strumento (Figura 1, pagina successiva).

---

<sup>5</sup> Cicerchia, A., *Crowdsourcing e crowdfunding: la folla che finanzia la cultura*. Economia della cultura, 23(2), 2013, pag. 172-176.

<sup>6</sup> *Ibidem*.

**Figura 1.: Andamento trimestrale in Italia del crowdfunding**



**Fonte: [www.crowdfundingbuzz.it](http://www.crowdfundingbuzz.it)**

Questo modello di finanziamento collaborativo ha quindi aperto nuove possibilità per gli imprenditori, gli artisti e i creativi di ogni genere. Grazie al crowdfunding, è diventato possibile raccogliere fondi per avviare un'attività, sviluppare un prodotto, realizzare un film o un album musicale, o anche portare avanti progetti di beneficenza dimostrando così di essere molto efficace nel coinvolgere ed entusiasmare la "folla" di utenti della rete internet, offrendo loro l'opportunità di partecipare attivamente al sostegno di progetti che trovano interessanti o degni di supporto. Inoltre, ha contribuito a democratizzare l'accesso al finanziamento, permettendo a chiunque di presentare la propria idea di cercare i fondi necessari per realizzarla.

Oltre a Kickstarter e Indiegogo, nel corso degli anni, sono nate numerose le altre piattaforme di crowdfunding, ognuna con caratteristiche e specializzazioni diverse. Ad esempio: ci sono piattaforme specifiche per progetti artistici, progetti di innovazione tecnologica, progetti sociali o progetti legati all'ambiente. Si tratta dunque di un progetto di finanziamento nato sicuramente dal lavoro pionieristico di Michael Sullivan, ma che si è poi effettivamente concretizzato con l'avvento delle piattaforme Kickstarter e

Indiegogo. Questo modello di finanziamento ha rivoluzionato il modo in cui idee creative e progetti vengono finanziati, offrendo nuove opportunità a imprenditori, artisti e creativi di ogni genere che presentano idee potenzialmente vincenti ma che non dispongono delle risorse finanziarie necessarie per realizzarle.

Il crowdfunding è gestito dai crowdfunders, persone non professioniste in campo finanziario, che però si impegnano attivamente nel sostenere nuove imprese start up e il loro avviamento. In questo modo genera micro-investimenti effettuati in società non quotate e progetti, spesso ad alto contenuto tecnologico, attraverso l'utilizzo di piattaforme web.

Riprendendo il pensiero di due studiosi della materia, Estellés e Gonzàles, possiamo dire che il crowdfunding implichi sempre un beneficio reciproco per entrambe le parti coinvolte. L'utente, che decide di partecipare al finanziamento, riceve in cambio il soddisfacimento di una specifica necessità economica, il riconoscimento sociale, un aumento dell'autostima o lo sviluppo di capacità personali. Dall'altra parte, il crowdfunder beneficia del contributo offerto dall'utente e lo utilizza per il proprio vantaggio, in base al tipo di attività che si sta realizzando<sup>7</sup>.

Quanto descritto può essere ulteriormente elaborato attraverso la definizione fornita dal *Framework for European Crowdfunding*<sup>8</sup>, in cui si legge che il crowdfunding è un processo in cui un gruppo di individui si unisce in modo collaborativo e utilizza le proprie risorse per sostenere progetti finanziati mediante donazioni o investimenti tramite piattaforme online. Questo modello di finanziamento permette agli innovatori, agli imprenditori e agli artisti di coinvolgere la propria rete sociale per raccogliere fondi necessari per avviare o sviluppare le proprie iniziative. In questo modo, dunque, emerge chiaramente come il crowdfunding sia un processo di finanziamento che si differenzi fortemente dai metodi tradizionali come, ad esempio, prestiti bancari o investimenti di venture capital, dal momento che coinvolge un gran numero di individui che

---

<sup>7</sup> Estellés-Arolas E., González-Ladrón-de-Guevara F., *Towards an integrated crowdsourcing definition*, Journal of Information Science XX (X), 2012, pag. 3.

<sup>8</sup> De Buysere K., Gajda O., Kleverlaan Dan Marom R., *"Framework for European Crowdfunding"*, 2012. Crasta, M., *"Crowdsourcing e crowdfunding: idee, collettività e risorse"*. Economia della Cultura, 25(3-4), 2015, pag. 487.

contribuiscono con somme relativamente piccole. Questo modello inoltre offre la possibilità ai finanziatori di partecipare attivamente al progetto, diventando sostenitori e ambasciatori delle iniziative che sostengono e finanziano.

## 1.2. La disciplina e le caratteristiche principali

Come si è detto, il Crowdfunding ha visto una rapida crescita negli ultimi anni grazie allo sviluppo delle piattaforme online che facilitano la raccolta dei fondi e che forniscono strumenti per la promozione del progetto, la gestione delle donazioni e la condivisione delle informazioni con i finanziatori.

Questo procedimento può essere descritto come un metodo in cui un gruppo di individui combina le proprie risorse economiche per finanziare e sostenere l'avvio di progetti specifici. Si tratta infatti di un metodo che offre molte opportunità per le nuove imprese di ottenere i finanziamenti necessari per avviare la propria attività senza l'onere del debito bancario. In questo modo il crowdfunding può risultare un modello di finanziamento particolarmente vantaggioso per le imprese emergenti che possono trovare difficoltà a ottenere fondi attraverso canali tradizionali.

Il crowdfunding può essere suddiviso in varie categorie<sup>9</sup>:

- crowdfunding reward-based: è un tipo di crowdfunding in cui le persone che finanziano un progetto ricevono una ricompensa o un prodotto in cambio della loro donazione. Questo tipo di crowdfunding è molto comune nel settore delle start up e delle campagne per la raccolta di fondi per progetti creativi come musica, arte, film e giochi. Le ricompense offerte possono variare a seconda dell'importo donato. Ad esempio, se si dona una piccola somma è possibile ricevere un ringraziamento speciale o una menzione sui social media del progetto. Se si dona una somma più consistente è possibile ricevere una copia del prodotto finale, un prodotto esclusivo, come

---

<sup>9</sup> Favretto, C., et al. *“Le start up innovative”*, Italia, Maggioli Editore, 2021.

un'edizione limitata, o addirittura la possibilità di partecipare allo sviluppo del progetto. La quantità e il tipo di ricompense offerte dipendono dal progetto e possono essere determinate dal creatore del progetto stesso. La finalità delle ricompense è quella di incentivare le persone a contribuire finanziariamente al progetto e di mostrare il loro supporto.

Il crowdfunding reward-based, dunque, offre vantaggi sia per i finanziatori che per i creatori di progetti. I finanziatori possono ottenere delle ricompense uniche legate al progetto in cui credono, mentre i creatori possono ottenere il finanziamento di cui hanno bisogno per realizzare il loro progetto e creare un legame più stretto con la loro comunità di sostenitori.

- crowdfunding equity-based<sup>10</sup> (in cui i finanziatori diventano azionisti del progetto): anche noto come equity crowdfunding. Il crowdfunding equity-based è una forma di crowdfunding in cui i finanziatori acquisiscono una quota di proprietà (azioni) nel progetto o nell'azienda che stanno finanziando.

In pratica, anziché ricevere una semplice ricompensa o restituire il denaro prestato con interessi, i finanziatori diventano veri e propri azionisti e partecipano agli eventuali profitti futuri dell'azienda. Questo tipo di finanziamento è particolarmente utilizzato da start up e piccole imprese alla ricerca di capitale per sviluppare il proprio progetto o espandere le proprie attività.

Le aziende che cercano finanziamenti tramite crowdfunding equity-based solitamente mettono a disposizione una determinata percentuale o quantità di azioni da offrire agli investitori interessati. Gli investitori possono quindi decidere di investire una somma di denaro in cambio di una quota di azioni proporzionale.

L'equity crowdfunding offre numerosi vantaggi sia per le aziende che per gli investitori. Per le imprese, questo tipo di finanziamento può rappresentare una fonte di capitale più accessibile rispetto ai tradizionali canali di finanziamento, come i prestiti bancari. Inoltre, coinvolgendo un ampio numero di azionisti, l'azienda può beneficiare anche del supporto e delle competenze dei suoi nuovi investitori.

---

<sup>10</sup> Capelli I., *“L’equity based crowdfunding e la c.d. «dematerializzazione» delle quote di s.r.l.”*, Il Mulino, Bologna, 2016.

Per quanto riguarda gli investitori, il crowdfunding equity-based offre l'opportunità di investire in aziende promettenti e potenzialmente ottenere un ritorno finanziario significativo. Inoltre, gli investitori possono diversificare il proprio portafoglio di investimenti, distribuendo il rischio su più aziende.

Tuttavia, è importante notare che investire in aziende attraverso il crowdfunding equity-based comporta anche alcuni rischi, in quanto le start up possono essere soggette a fallimenti o a sviluppi diversi da quelli previsti. Tuttavia, oggi, in molti Paesi il crowdfunding equity-based è regolamentato, con normative specifiche che offrono protezioni sia agli investitori che alle imprese<sup>11</sup>.

- crowdfunding lending-based (in cui i finanziatori forniscono prestiti che devono essere rimborsati nel tempo) anche conosciuto come *peer-to-peer lending* o *P2P lending*. Il crowdfunding lending-based è un modello di finanziamento collaborativo in cui un individuo o un'azienda può ottenere un prestito attraverso una raccolta di fondi da diversi finanziatori.

A differenza delle tradizionali istituzioni finanziarie, come le banche che concedono prestiti, nel crowdfunding lending-based sono gli stessi individui o investitori che forniscono i finanziamenti. Questo avviene tramite una piattaforma online che mette in contatto coloro che necessitano di un prestito con coloro che sono disposti a fare un investimento: il richiedente del prestito presenterà la sua richiesta e la piattaforma esaminerà la sua affidabilità creditizia, solitamente utilizzando algoritmi e metodi di valutazione della rischiosità<sup>12</sup>.

I finanziatori potranno quindi decidere se finanziare la richiesta, comprando quote di quel prestito e offrendo un tasso di interesse che sarà poi corrisposto al finanziatore durante il periodo di rimborso del prestito.

---

<sup>11</sup> Hogan J., *Like oil and water: equity crowdfunding and securities regulation*, in Lewis & Clark L. Rev., 2014, 18.

<sup>12</sup> Viola S., *“Equity crowdfunding: la strategia perfetta: Consigli pratici e tecniche per una campagna di successo”*, Franco Angeli Edizioni, Milano, 2023.

Le rate di rimborsi mensili o periodiche vengono pagate dal richiedente del prestito direttamente alla piattaforma di crowdfunding lending-based, che si occupa poi di distribuirle tra i finanziatori in base alle quote possedute da ciascuno di loro.

Anche questa forma di finanziamento di crowdfunding offre vantaggi sia ai finanziatori che ai richiedenti il prestito: ai primi fornisce un'opportunità di investimento che può generare rendimenti più elevati rispetto ad altre forme di investimento tradizionali; per i secondi, invece, questo metodo di finanziamento può essere un'alternativa valida al sistema bancario tradizionale, specialmente se non possono ottenere un prestito da banche e istituti finanziari convenzionali<sup>13</sup>.

Tuttavia, anche in questo caso vi sono dei rischi come, ad esempio, l'eventualità del mancato rimborso del prestito da parte del richiedente. Pertanto, sia i finanziatori che i richiedenti del prestito devono valutare attentamente i rischi associati a questo tipo di finanziamento prima di aderirvi<sup>14</sup>.

Per quanto riguarda gli attori coinvolti nel processo di crowdfunding, essi possono essere suddivisi in tre categorie<sup>15</sup>:

1. Il "*Creator*": è il soggetto che propone il progetto su una piattaforma di crowdfunding. Può essere una persona fisica che raccoglie capitali per scopi personali, un'azienda che necessita di finanziamenti o un'associazione che raccoglie fondi per scopi sociali.
2. Il "*Backer*" o "*Investor*": è la persona o l'entità che decide di finanziare il progetto proposto dal Creator. Questi possono essere semplici persone interessate al progetto, investitori che cercano opportunità di investimento o sostenitori della causa sociale o dell'idea presentata.

---

<sup>13</sup> *Ibidem*.

<sup>14</sup> Nicotra, "*L'oggetto sociale nelle start-up innovative*", in Banca Borsa e tit. cred., n. 2, 2020

<sup>15</sup> Ordanini A., Miceli L., Pizzetti M., Parasuraman A., "*Crowdfunding. Transforming customers into investors through innovative service platforms*". Journal of Service Management 22 (4), 2011, pagg. 443-470.

3. La *piattaforma crowdfunding*: è la piattaforma online che facilita il trasferimento dei capitali tra il Creator e i Backer. Questa piattaforma offre uno spazio virtuale dove il Creator può presentare il proprio progetto e i Backer possono contribuire finanziariamente. La piattaforma può fornire strumenti per la promozione del progetto, la gestione dei pagamenti e la comunicazione tra Creator e Backer.

Questi attori interagiscono tra loro attraverso la piattaforma di crowdfunding. Il Creator propone il progetto, il Backer decide se finanziarlo e la piattaforma facilita il processo. Questo modello di finanziamento ha permesso a molte persone di realizzare i propri progetti o ottenere finanziamenti senza dover ricorrere ai canali di credito tradizionali.

Il processo è comunque stato in continua evoluzione negli ultimi anni subendo un significativo miglioramento. In effetti, grazie alla sempre maggiore diffusione delle piattaforme specializzate in crowdfunding e all'aumento della consapevolezza degli investitori, è diventato sempre più comune per i crowdfunders aspettarsi un ritorno finanziario dai progetti in cui investono. Oggi infatti molti crowdfunders non sono più semplici sostenitori di idee o cause, ma veri e propri investitori che cercano opportunità di profitto. Questo cambiamento è stato favorito dall'emergere di nuovi modelli di crowdfunding come quelli sopra descritti, che consentono agli investitori di ottenere diversi vantaggi, come ad esempio vere e proprie quote societarie con il metodo dell'equity crowdfunding.

La motivazione dietro all'investimento nel crowdfunding si è quindi spostata, al giorno d'oggi, dalle considerazioni sociali ed emozionali iniziali alla ricerca di un rendimento finanziario capace di generare valore misurabile in termini di denaro. Tuttavia, va sottolineato che molti crowdfunders mantengono ancora un interesse per il supporto di progetti che condividono i loro valori e che possono apportare un impatto positivo alla società o all'ambiente.

In ogni caso, indipendentemente dalla motivazione principale, il web rimane un elemento indispensabile per tale processo. Internet ha permesso la creazione di reti di investitori, consentendo di raggiungere potenziali sostenitori in tutto il mondo e facilitando la condivisione di informazioni sui progetti in modo rapido ed efficiente.

In definitiva il crowdfunding ha sicuramente subito un cambiamento significativo e positivo nel corso degli ultimi anni, passando da una forma di raccolta fondi basata sull'aspetto sociale ed emotivo a una strategia di investimento con un ritorno finanziario atteso. Nonostante questa evoluzione, il web rimane un elemento cruciale per la crescita e il successo del crowdfunding, fornendo le piattaforme e le connessioni necessarie per raggiungere gli investitori interessati<sup>16</sup>.

---

<sup>16</sup> Piattelli U, *“Il crowdfunding in Italia”*, Giappichelli, Torino, 2013; Manzi M., *“Il fenomeno del crowdfunding e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali”*, in AA. VV., *“I contratti dei risparmiatori”*, a cura di Capriglione F., Giuffrè, Milano, 2013.

## Capitolo secondo

### Evoluzione normativa

#### 2.1. I primi interventi

Tra i Paesi europei, l'Italia è stato il primo a definire concretamente una normativa specifica in merito allo strumento dell'equity crowdfunding. Questa particolare attenzione deriva da fatto che, il nostro Paese, risentendo in modo particolare dell'impatto della crisi finanziaria del 2008 ed avendo un comparto economico costituito prevalentemente da piccole e medie imprese, si è trovato spesso in difficoltà nel momento in cui piccoli imprenditori avevano necessità di ricevere finanziamenti dalle banche.

In merito, dunque, l'intervento legislativo si è rivelato particolarmente utile poiché ha posto degli obiettivi definiti volti a stimolare la crescita economica del paese, coinvolgendo in modo particolare anche le imprese di piccole dimensioni, soprattutto se impegnate nel settore innovativo e tecnologico. Sulla base di questo prospetto, dunque, sono stati anche coinvolti tutti gli stakeholders, i quali hanno potuto fornire le proprie opinioni ed il proprio contributo ai testi proposti in pubblica consultazione.

Inoltre, come anticipato, tra le varie tipologie di crowdfunding *l'equity-based* è il modello che, più degli altri, necessita di una normativa specifica poiché promuove offerte al pubblico che comportano l'acquisto di quote societarie, conducendo il risparmiatore ad effettuare investimenti illiquidi e, dunque, ad alto rischio<sup>17</sup>.

In sostanza, l'impostazione legislativa italiana si è inserita in un trend che, dal 2012 in poi, ha comportato un'attenzione sempre maggiore verso la tutela delle start up e del sostegno alla creazione d'impresa. Nello specifico, infatti, l'equity crowdfunding è stato disciplinato in Italia, per la prima volta, con il d. lgs. 179/2012,

---

<sup>17</sup> De Luca L., *“Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità”*, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2015.

Decreto Crescita-bis, recante “*Ulteriori misure urgenti per la crescita del paese*”, il quale è stato poi convertito in Legge 221/2012. Tale Decreto ha assunto la valenza di una vera e propria policy organica che ha identificato, nel sostegno al comparto imprenditoriale, un nuovo e più moderno approccio di politica industriale definendo, al contempo, specifici destinatari a cui la normativa si rivolge. Esso ha infatti introdotto un nuovo prospetto organizzativo aziendale che ingloba tutti gli aspetti più rilevanti in merito al ciclo di vita di una nuova impresa, a cominciare dalla sua nascita e per l’intera fase di sviluppo sino alla sua potenziale chiusura. La stessa normativa, inoltre, prevede anche che sia introdotto “*per la prima volta nel panorama legislativo italiano, un quadro di riferimento nazionale coerente per le start up*”<sup>18</sup>.

Lo stesso decreto, inoltre, si appresta a definire la start up quale società innovativa di capitali che può essere istituita anche sotto forma di cooperativa, le cui azioni o quote, che rappresentano il suo capitale sociale, non sono quotate sul mercato regolamentato né su un sistema multilaterale di negoziazione. In pratica, anche per questo tipo di struttura societaria, così come accade per le altre, vi sono dei requisiti specifici ai quali è bene sottostare. Il requisito di start up “*innovativa*”, inoltre, può essere assunto da società di capitali, come Società per Azioni, Società in Accomandita per Azioni, Società a Responsabilità Limitata. In merito va anche citata la *Societas Europea*, una forma societaria che può essere costituita in Europa, ma che dovrà avere la propria sede legale in Italia secondo quanto stabilito dal TUIR, art. 73<sup>19</sup>.

Più nel dettaglio, lo scopo iniziale del Decreto Crescita-bis, era quello di introdurre in Italia la possibilità di costituire portali online per la raccolta di capitale di rischio, assegnando alla Consob il compito di emanare la disciplina regolamentare di attuazione della norma. In particolare il Decreto aveva il compito di creare un ambiente affidabile per i gestori dei portali e per gli investitori, soprattutto quelli non professionali. Nello

---

<sup>18</sup> Relazione di accompagnamento al D.L. n. 179/2012, c.d. “*Decreto crescita-bis*”.

<sup>19</sup> Binacchi A., Galli A., “*Le start up innovative*”, in I Quaderni, n. 56, Milano, pagg. 15-16.

specifico, infatti, modificando l'art. 30 del TUF (Testo Unico della Finanza), il decreto 179/2012, ha modificato la dinamica di funzionamento del modello nel seguente modo<sup>20</sup>:

- La raccolta deve avvenire attraverso piattaforme online gestite da imprese di investimento e banche autorizzate all'attività e da soggetti autorizzati sulla base del possesso di specifici requisiti ed i quali appaiono in un preciso elenco tenuto dalla CONSOB;
- Le campagne inerenti ai progetti devono essere proposte da start up innovative e devono riguardare titoli partecipativi del capitale;
- Il fondo percepito non deve eccedere i limiti stabiliti secondo quanto riportato all'art. 100, comma 1 del TUF.

Il decreto citato assegnava alla Consob il compito di delineare le specifiche modalità operative. Dopo un periodo di consultazione con gli attori chiave del sistema all'inizio del 2013, il Regolamento Consob è stato ufficializzato nel giugno dello stesso anno. Esso ha stabilito alcuni principi di rilievo<sup>21</sup>:

1. Definizione dei requisiti di integrità e competenza per i gestori dei portali autorizzati nella sezione "ordinaria" del registro.
2. Formalizzazione del processo di autorizzazione e delle sanzioni correlate.
3. Stipula delle regole di condotta per i gestori dei portali e definizione delle informazioni minime da fornire ai potenziali investitori, specialmente in merito ai potenziali rischi.
4. Richiesta che almeno il 5% degli strumenti finanziari offerti sia sottoscritto da investitori "professionali", come fondazioni bancarie, società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo e incubatori di start up innovative. Questo per offrire ai piccoli investitori un segnale di qualità sull'emittente.

---

<sup>20</sup> Politecnico di Milano, *"3° Report italiano sul CrowdInvesting"*, Osservatori Entrepreneurship & Finance, 2018.

<sup>21</sup> Politecnico di Milano, *"5° Report italiano sul CrowdInvesting"*, Osservatori Entrepreneurship & Finance, 2020.

5. Imposizione alle emittenti di includere nei propri statuti o documenti costitutivi misure atte a garantire agli investitori una via d'uscita nel caso in cui i soggetti che detengono il controllo decidano di cedere le loro quote insieme a chi vende o di optare per il recesso.
6. Riconoscimento del diritto degli investitori di revocare l'ordine di sottoscrizione in caso di nuovi eventi avvenuti durante il periodo di offerta, entro 7 giorni.

Nell'ambito di questo decreto, l'equity crowdfunding è visto come un utile strumento per favorire lo sviluppo delle start up innovative attraverso regole e modalità di finanziamento in grado di sfruttare le potenzialità del web<sup>22</sup>.

Ai sensi del "*Decreto crescita bis*", la start up innovativa:

- 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 sua 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, opera cioè in via esclusiva nei settori di riferimento della disciplina dell'impresa sociale (art. 2, comma 1 d. lgs. 24 marzo 2006, n. 155).

Aggiuntivamente, le start up innovative devono possedere almeno uno dei seguenti requisiti<sup>23</sup>:

- investire in ricerca e sviluppo (almeno il 15% del maggior valore tra costo e valore della produzione);

---

<sup>22</sup> Pinto M., "*L'equity crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal Decreto Crescita*", *Le Società*, n. 7, 2013.

<sup>23</sup> Bollettinari A., "*Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme online nella prassi e nella recente legislazione*", *In Nuovo Diritto delle società*, n. 2/2013.

- avere fra i dipendenti più di un terzo di dottori di ricerca o laureati comunque impegnati nella ricerca (ossia 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, ed anche di diritti relativi a un programma per elaboratore originario.

Successivamente, il 26 giugno 2013, con la pubblicazione da parte della Consob del *“Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start up innovative tramite portali online”*, l’Italia è diventata il primo paese a regolamentare l’equity crowdfunding.

La legge in oggetto è stata poi modificata nel 2015 dal d. lgs. 3/2015, noto come *Decreto Investment Compact*, e da altri provvedimenti che hanno permesso che lo strumento dell’equity crowdfunding fosse utilizzato anche dalle PMI innovative (art. 25), agli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e alle società di capitali che investono principalmente in start up innovative e PMI innovative, così come alle "start up turismo" previste dall'articolo 11-bis del d. l. 83/2014<sup>24</sup>. Si tratta di un particolare tipo di impresa che gode di alcune agevolazioni sia sul lato fiscale sia per quanto riguarda aspetti societari e gestionali e che deve soddisfare determinati requisiti:

- sono costituite come società di capitali, anche in forma cooperativa;
- hanno sede principale in Italia, o in altro Paese membro dell’Unione europea o in Stati aderenti all’accordo sullo Spazio Economico Europeo, purché abbiano una sede produttiva o una filiale in Italia;
- dispongono della certificazione dell’ultimo bilancio e dell’ultimo bilancio consolidato redatto da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili;
- le loro azioni non sono quotate in un mercato regolamentato;
- non sono iscritte alla sezione speciale del Registro delle Imprese dedicata alle start up innovative e agli incubatori certificati.

---

<sup>24</sup> Politecnico di Milano, *“5° Report italiano sul CrowdInvesting”*, Osservatori Entrepreneurship & Finance, 2020.

A tali imprese, vanno poi aggiunti gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e le società di capitali che investono prevalentemente in start up innovative e in PMI innovative, anch'esse preposte all'utilizzo del crowdfunding.

Sulla base, dunque, dei primi risultati di questo nuovo meccanismo di crowdfunding, nel 2016, la Consob ha revisionato ulteriormente il Regolamento esistente definendo nuove modifiche tra cui:

- Estensione degli investitori "professionali" a quelli classificati/ su "richiesta": in questo modo le imprese riescono più facilmente a rispondere al requisito della quota minima del 5% dell'offerta;
- Definizione dell'obbligo dell'inizio delle attività delle piattaforme entro sei mesi dall'autorizzazione;
- Possibilità per il gestore del portale di valutare se il cliente abbia o meno l'esperienza e le conoscenze necessarie per comprendere l'intero meccanismo dell'investimento.

Successivamente, la Legge di Stabilità del 2017 (Legge 232/2016) ha apportato ancora nuovi miglioramenti alla disciplina stabilendo che tutte le PMI<sup>25</sup> possono usufruire dello strumento dell'equity crowdfunding; il tutto è stato poi anche confermato dal d. lgs. 129/2017 il quale, modificando il Testo Unico della Finanza (TUF), ha cercato di definire in modo più dettagliato cosa si intende per PMI. Questa definizione è stata estesa includendo anche gli organismi di gestione del risparmio (SGR), le società di investimento a capitale variabile (SICAV) e le società di investimento a capitale fisso (SICAF) come gestori "di diritto". Questo ha comportato l'adesione del gestore del portale a un sistema di indennizzo, che mira a tutelare gli investitori.

La sommatoria di tali nuovi provvedimenti è stata riportata nel Regolamento del 2013, il quale è stato aggiornato dalla Consob con la Delibera n. 20264 del 17/01/2018. In tal senso, sono state introdotte alcune novità:

- Definizione dei requisiti per la copertura assicurativa minima da offrire agli investitori;
- Le piattaforme possono rinunciare volontariamente all'autorizzazione;

---

<sup>25</sup> Commissione Europea, *"Il crowdfunding. Cosa è. Una guida per le piccole e medie imprese"*, 2015.

- La modificazione, dal 5% al 3%, della soglia minima che gli investitori di piccole e medie imprese devono sottoscrivere come finanziamento;
- L'ampia estensione delle norme, precedentemente riservate alle sole PMI innovative, a tutte le PMI include anche l'obbligo di prevedere nel proprio Statuto il diritto di recesso o di cessione congiunta per gli investitori. Inoltre, richiede la pubblicazione di eventuali accordi tra azionisti (patti parasociali), insieme ad altre informazioni relative all'identità dei consulenti finanziari dell'emittente, del suo organo di controllo e dei revisori contabili.

**Tabella 1.: I portali autorizzati da CONSOB a proporre campagne di *equity crowdfunding* in Italia, alla data del 30/6/2018**

Sito web	Società gestore	Data autorizzazione
Unicaseed.it	Unica SIM	Sezione speciale
Tifosy.com	Tifosy Limited	Sezione speciale
Starsup.it	Starsup Srl	18/10/2013
Actioncrowd.it	Action crowd Srl	26/2/2014
200crowd.com	The Ing Project Srl	18/6/2014
Nextequity.it	Next equity crowdfunding marche Srl	16/7/2014
Crowdfundme.it	Crowdfundme Srl	30/7/2014
Muumlab.com	Muum lab Srl	6/8/2014
Mamacrowd.com	Siamosoci Srl	6/8/2014
Fundera.it	Fundera Srl	10/9/2014
Ecomill.it	Ecomill Srl	29/10/2014
Wearestarting.it	Wearestarting Srl	16/12/2014
Backtowork24.com	Backtowork24 Srl	14/1/2015
Investi-re.it	Baldi Finance SpA	28/1/2015
Crowd4capital.it	Roma Venture Consulting Srl	8/10/2015
Opstart.it	Opstart Srl	11/11/2015
Cofyp.com	Cofyp Srl	14/4/2016
Clubdealonline.com	Clubdeal Srl	8/3/2017
Walliance.eu	Walliance Srl	30/3/2017
Europaerowd.it	Europa HD Srl	7/6/2017
Italyfunding.com	Italyfunding Srl	6/9/2017
Ideacrowdfunding.it	Idea Crowdfunding Srl	29/11/2017
Thebesteconomy.com	Gamga Srl	14/3/2018
Leonardoequity.com	Management Capital Partner Srl	17/4/2018
Concreteinvesting.com	Concrete Srl	24/4/2018
It.lita.co	1001Pact Italy Srl	31/5/2018
Lifeseeder.com	Lifeseeder SpA	28/6/2018

**Fonte: Politecnico di Milano, “3° Report italiano di CrowdInvesting”, Osservatori Entrepreneurship & Finance, 2018.**

La successiva Legge di Bilancio per il 2019 (Legge 145/2018) ha dato ai portali di equity crowdfunding autorizzati dalla Consob la possibilità di emettere obbligazioni emesse da PMI a investitori professionali e a categorie specifiche di investitori che la Consob potrebbe individuare in una sezione del portale separata da quella dedicata alla raccolta di capitale di rischio. L'attuazione di questa legge è stata affidata alla Consob, che ha successivamente aggiornato il suo regolamento il 10 ottobre 2019 (Delibera 21110).

La Consob ha chiarito che è permesso offrire solo titoli di debito emessi da Società per Azioni (in accordo con il Codice Civile) e che gli investitori qualificati devono appartenere a categorie specifiche. Nello specifico si tratta di investitori non professionali eleggibili e comprendono quelli con un patrimonio totale di strumenti finanziari, compresi i depositi in denaro attestati da una banca o un intermediario, pari a € 250.000; gli investitori non professionali che si impegnano ad investire almeno € 100.000 in un'offerta e che, in un documento separato dal contratto di impegno, dichiarano per iscritto di essere pienamente consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto; infine, gli investitori non professionali che effettuano l'investimento nell'ambito della prestazione di servizi di gestione di portafogli o consulenza in materia di investimenti<sup>26</sup>.

Va precisato, comunque, che tale modifica legislativa ha generato una certa disparità tra le piattaforme di equity crowdfunding autorizzate dalla Consob a emettere anche titoli di debito (con i limiti stabiliti) e le piattaforme di lending (come sarà discusso nel Capitolo 3) che, sebbene ospitino campagne di raccolta di debito, non sono sottoposte alle stesse restrizioni in termini di tipologia di imprese beneficiarie e, soprattutto, di investitori.

Un altro aspetto toccato dalla revisione del Regolamento riguarda la possibilità di creare sezioni all'interno dei portali in cui gli investitori possono offrire in vendita o acquistare i titoli che hanno sottoscritto, creando così una sorta di "bacheca" utile per alimentare un mercato secondario. È importante sottolineare che la

---

<sup>26</sup> Capelli I., *L'equity based crowdfunding e la c.d. «dematerializzazione» delle quote di s.r.l.*, ODCC 2/2016, pp. 537-566

piattaforma non può in alcun modo interferire nella trattativa e nella conclusione della compravendita, che rimangono sempre di competenza delle parti interessate. Tanto il collocamento dei titoli di debito quanto l'implementazione della "bacheca" richiedono autorizzazioni specifiche e aggiuntive che devono essere richieste alla Consob<sup>27</sup>.

**Tabella 2.: riassunto delle principali tappe normative in Italia sull'equity crowdfunding**

<b>Decreto</b>	<b>Principali innovazioni</b>
D.L. 179/2012 'Sviluppo-bis'	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Le <i>startup</i> innovative possono raccogliere capitale di rischio su portali autorizzati dalla Consob, in deroga alla disciplina sulle offerte pubbliche</li> <li>• Norme operative in carico ad un apposito Regolamento Consob</li> </ul>
D.L. 3/2015 ('Decreto Investment Compact')	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Disciplina estesa alle PMI innovative e ai veicoli che investono prevalentemente in <i>startup</i> e PMI innovative</li> <li>• Introduzione dell'opzione di dematerializzazione delle quote del capitale di <i>startup</i> e PMI innovative</li> </ul>
Legge 232/2016 ('Legge di Stabilità 2017')	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Disciplina estesa a tutte le PMI secondo la definizione UE</li> </ul>
Legge 145/2018 ('Legge di Bilancio 2019')	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Facoltà per le piattaforme di <i>equity crowdfunding</i> autorizzate da Consob di collocare <i>minibond</i> a investitori professionali in una sezione dedicata</li> </ul>

**Fonte: Politecnico di Milano, "5° Report italiano sul CrowdInvesting", Osservatori Entrepreneurship & Finance, 2020.**

---

<sup>27</sup> Politecnico di Milano, "5° Report italiano sul CrowdInvesting", Osservatori Entrepreneurship & Finance, 2020.

## 2.2. Successivo sviluppo normativo

La recente ondata epidemiologica che ha coinvolto la popolazione mondiale a causa della diffusione del Covid-19 ha avuto un impatto notevole anche in ambito economico senza risparmiare alcun settore, determinando non pochi risvolti negativi soprattutto per imprese e attività in fase di affermazione. Il mondo economico, così come quello normativo, si è quindi mosso in modo tale da poter quantomeno arginare i danni e ciò è valso anche per il settore del crowdfunding.

Mentre da un lato le varie disposizioni introdotte più di recente, incluso il *Decreto Liquidità*<sup>28</sup>, potrebbero essere soggette a critiche poiché, accanto ai finanziamenti agevolati garantiti dagli istituti di credito, il crowdfunding avrebbe potuto rappresentare un mezzo più efficace e rapido per garantire l'accesso alle risorse, dall'altro sembra che il richiamo esplicito a questa opzione in diverse normative evidenzi una consapevolezza radicata da parte del Legislatore riguardo alle modalità telematiche di raccolta di capitali e, in generale, al potenziale di questo strumento<sup>29</sup>.

Inoltre, considerando l'impulso sociale che ha caratterizzato il crowdfunding durante la prima fase dell'emergenza e le previsioni di ulteriore crescita, anche il successivo Decreto Cura Italia (d. l. 17 marzo 2020, n. 18)<sup>30</sup>, intitolato "*Misure di potenziamento del Servizio sanitario nazionale e di sostegno economico per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19*", convertito con

---

<sup>28</sup> d. l. 8 aprile 2020, n. 23, recante "*Misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali*", pubblicato in G.U., Serie Generale, 8 aprile 2020, n. 94, convertito con modificazioni con la Legge 5 giugno 2020, n. 40, in G.U. 6 giugno 2020, n. 143.

<sup>29</sup> Capelli I., *L'equity based crowdfunding e la c.d. «dematerializzazione» delle quote di s.r.l.*, ODCC 2/2016, pp. 537-566

<sup>30</sup> G.U. Serie Generale, 17 marzo 2020, n. 70.

modifiche con la legge 24 aprile 2020, n. 27<sup>31</sup>, all'articolo 66 ha introdotto incentivi fiscali per le donazioni in denaro e in natura volte ad incentivare le misure di contrasto all'emergenza sanitaria. Questi incentivi hanno previsto una detrazione dall'imposta lorda, ai fini dell'imposta sul reddito, pari al 30% per un importo pari o inferiore a € 30.000.

L'articolo 125 al paragrafo 4 del Decreto Cura Italia ha anche previsto che le Camere di Commercio e le relative società interne possano intervenire per aiutare le piccole e medie imprese a superare le difficoltà finanziarie e facilitare il loro accesso al credito. Questo intervento avviene attraverso la concessione di finanziamenti, utilizzando risorse ottenute tramite le piattaforme di social lending e crowdfunding<sup>32</sup>.

Le ulteriori disposizioni del Decreto Liquidità, nonostante non menzionino direttamente il crowdfunding, devono comunque essere armonizzate con quanto stabilito dall'articolo 18, comma 3, del decreto legge 30 aprile 2019, n. 34<sup>33</sup>, che riguarda la semplificazione nella gestione del Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese e lo sviluppo di alternative modalità di finanziamento per le imprese. Dovrebbe essere effettuata una revisione di tali disposizioni per garantire la coerenza e la coordinazione con gli obiettivi di promuovere il crowdfunding come strumento di finanziamento per le imprese<sup>34</sup>.

---

<sup>31</sup> G.U., Serie Generale, 29 aprile 2020, n. 110, suppl. ordinario n. 16.

<sup>32</sup> Sepe M., *“La finanza ai tempi del coronavirus”*, Numero per il decennale della Rivista elettronica di Diritto Economia Management (2010-2020) curato da, Rivista elettronica di Diritto, Economia, Management, N. 2, 2020, p. 214.

<sup>33</sup> G.U., Serie Generale, 30 aprile 2019, n. 100.

<sup>34</sup> L'art. 18, comma 3, del decreto-legge 34/2019, al fine di incentivare maggiormente lo sviluppo di alternative di finanziamento per le imprese, stabilisce che il Fondo di garanzia può concedere garanzie a sostegno di progetti di investimento realizzati da micro, piccole e medie imprese, operanti nei settori ammissibili al Fondo, e finanziati attraverso piattaforme di social lending e crowdfunding. È importante notare che al comma 4 del decreto-legge 34/2019, come modificato durante la sua conversione in legge, vengono introdotte le definizioni di social lending e crowdfunding. Per social lending si intende "lo strumento mediante il quale una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori, compresi

Con il *Decreto Rilancio* (d. l. 19 maggio 2020, n. 34), che è stato convertito in legge il 17 luglio 2020, è stato incrementato dal 30% al 50% il limite massimo di detrazione fiscale per gli investimenti effettuati da un contribuente (entro un limite massimo di €100.000 per periodo di imposta) nel capitale sociale di una o più start up innovative. In altre parole, il contribuente può detrarre il 50% dell'importo investito nel capitale sociale di tali società dal totale dell'imposta lorda sul reddito delle persone fisiche.

Sempre nello stesso decreto è stato poi anche definito il limite di soglia detraibile investito dal contribuente nelle imprese innovative, che non potrà essere superiore a euro 300.000 per ogni periodo di imposta (art. 29-bis).

Queste circostanze sono comunque limitate dal vincolo di mantenere l'investimento per un minimo di tre anni al fine di poter giovare della restituzione dell'importo detratto dal contribuente con l'aggiunta degli interessi intanto maturati.

Altra particolarità del Decreto Rilancio riguarda l'inserimento, all'art. 184, di un fondo volto alla promozione e all'incentivazione di procedimenti di investimento orientati a supportare altre azioni di tutela del patrimonio culturale materiale e immateriale, attraverso piattaforme di crowdfunding adeguate, in grado di coinvolgere il pubblico nel processo di finanziamento. In questo modo, è possibile aumentare le risorse a disposizione ampliando la capacità di promuovere e tutelare la cultura in modo collettivo.

---

investitori istituzionali, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto", mentre per crowdfunding si intende "lo strumento attraverso il quale famiglie e imprese vengono finanziate direttamente, tramite piattaforme online, da una pluralità di investitori".

### 2.3. Il Regolamento (UE) 2020/1503

Il Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori di servizi di crowdfunding per le imprese rappresenta un significativo punto di svolta per il panorama dei mercati finanziari in Europa. L'obiettivo primario è quello di uniformare le norme di condotta a livello europeo, promuovendo così la capacità di raccogliere capitali e investire a livello transfrontaliero.

Nello specifico, sia il Regolamento (UE) 2020/1503, applicabile dal 10 novembre 2021, che la Direttiva (UE) 2020/1504 hanno istituito un quadro normativo unificato per i fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese. L'autorizzazione ottenuta nel contesto del Regolamento ECSP consentirà a tali operatori di offrire i loro servizi su base transfrontaliera attraverso un regime di passaporto valido in tutti gli Stati membri.

Inoltre, la Direttiva sopra menzionata introduce una modifica alla Direttiva 2014/65/UE (MiFID II), prevedendo una specifica esenzione da parte dei fornitori europei di servizi di crowdfunding dal rispetto delle relative disposizioni normative.

Per quanto riguarda l'ambito di applicazione di tale nuovo regime, l'articolo 1 del Regolamento europeo stabilisce che la disciplina in questione non si applica ai progetti gestiti da consumatori, ai sensi della Direttiva 2008/48/CE. Inoltre, la stessa disposizione, nella lettera c), specifica che il Regolamento non si applica alle offerte di crowdfunding che superano i 5 milioni di euro, calcolati su un periodo di 12 mesi, secondo i criteri indicati.

Per quanto riguarda alcune definizioni chiave all'interno del Regolamento europeo, l'art. 2, par. 1, lettera a), fornisce una precisa definizione dei "*servizi di crowdfunding*": il "servizio di crowdfunding" è definito come

l'abbinamento tra gli interessi di investitori e titolari di progetti per finanziare attività economiche mediante l'utilizzo di una piattaforma di crowdfunding. Questo servizio può comprendere le seguenti attività<sup>35</sup>:

1. L'intermediazione nella concessione di prestiti.
2. Il collocamento senza impegno irrevocabile di valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding emessi da titolari di progetti o società veicolo, insieme alla ricezione e trasmissione degli ordini dei clienti relativi a tali valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding, secondo i termini specificati nell'allegato I, sezione A, punto 7), della direttiva 2014/65/UE.

I fornitori di servizi di crowdfunding hanno la facoltà di offrire due tipi di servizi distinti:

- Intermediazione nella concessione di prestiti (conosciuto come "*lending based crowdfunding*"): in questo caso, i fornitori facilitano la connessione tra gli investitori e i titolari di progetti che cercano finanziamenti tramite prestiti.
- Servizi di collocamento senza impegno irrevocabile e trasmissione e ricezione di ordini relativi a valori mobiliari e strumenti ammessi ai fini di crowdfunding (conosciuto come "*investment based crowdfunding*"): qui, i fornitori agevolano la negoziazione di valori mobiliari e strumenti ammessi per il crowdfunding senza che vi sia un obbligo definitivo.

Inoltre, l'articolo 6 del Regolamento estende la sua applicazione anche all'attività di gestione individuale di portafogli prestiti il quale, nel *lending based crowdfunding*, consente agli investitori di affidare il proprio capitale al fornitore di servizi di crowdfunding. Quest'ultimo, valutando il profilo di rischio dell'investitore, decide come allocare le risorse tra i vari prestiti pubblicati sulla loro piattaforma.

---

<sup>35</sup> Consob, "Adozione del regolamento volto all'adeguamento alle norme previste dal regolamento (ue) 2020/1503 sui fornitori di servizi di crowdfunding alle imprese", Documento di Consultazione 2 marzo 2023.

Inoltre, la stessa disposizione europea definisce anche un unico regime normativo per la regolamentazione delle offerte di crowdfunding, indipendentemente dalle eventuali autorizzazioni precedentemente ottenute dai fornitori di servizi di crowdfunding conformemente alle normative di altri Paesi europei.

Il possesso di ulteriori autorizzazioni, come quelle per la prestazione di servizi di investimento (come previsto dalla Direttiva 2014/65/UE) o di servizi di pagamento (conforme alla Direttiva UE 2015/2366), potrebbe agevolare i fornitori di servizi di crowdfunding nell'offrire servizi supplementari, come ad esempio la custodia di strumenti finanziari o di pagamento.

Per quanto riguarda i titoli che possono essere oggetto di offerte di crowdfunding, il Regolamento europeo si applica alle offerte con un valore massimo di 5 milioni di euro.

Questo importo massimo è calcolato sommando il totale dei corrispettivi delle offerte relative ai valori mobiliari (come definiti dalla normativa MiFID) e gli "*strumenti ammessi a fini di crowdfunding*"<sup>36</sup>, insieme agli importi raccolti tramite prestiti. Mentre, relativamente alle tipologie di investitori, sono definite due categorie (art. 2, co. 1, lett. j); k): i "sofisticati", cioè clienti professionali e in "non sofisticati"<sup>37</sup>.

L'art. 3 invece, afferma che i servizi di crowdfunding possono essere prestati solo da persone giuridiche nell'UE e autorizzati come fornitori di crowdfunding<sup>38</sup>.

---

<sup>36</sup> Secondo l'art. 2, par. 1, let. n) si definiscono gli *strumenti ammessi ai fini di crowdfunding* "“per ciascuno Stato membro, le azioni di una società privata a responsabilità limitata che non sono soggette a restrizioni che di fatto ne impedirebbero il trasferimento, comprese restrizioni relative alle modalità di offerta o pubblicizzazione di tali azioni”".

<sup>37</sup> Per le categorie nel dettaglio si veda la Direttiva MiFID II, allegato II, Sez. I.

<sup>38</sup> Consob, "Adozione del regolamento volto all'adeguamento alle norme previste dal regolamento (ue) 2020/1503 sui fornitori di servizi di crowdfunding alle imprese", Documento di Consultazione 2 marzo 2023.

#### 2.4. Il d. lgs. 10 marzo 2023, n. 30

Come si è visto, negli ultimi anni, l'istituto del crowdfunding è diventato un tema di interesse per le autorità di regolamentazione dell'Unione europea. Dopo averne definito i contorni e le caratteristiche e aver definito la normativa citata del 2020, altre modifiche sono state apportate nella più recente disposizione del d. lgs. 10 marzo 2023, n. 30 di attuazione del regolamento UE n. 2020/150339.

Il decreto in questione ha integrato i contenuti relativi al crowdfunding introducendo modifiche normative che offrono un'interpretazione ampia in merito alle disposizioni europee e, per certi aspetti, riflettono l'approccio sistemico predisposto a livello europeo.

L'analisi di questo provvedimento evidenzia un richiamo ai criteri nazionali che regolano il settore bancario e finanziario. Sebbene questo possa essere in linea con alcune disposizioni del regolamento europeo n. 2020/1503, esso potrebbe comunque non apparire totalmente adeguato alla reale portata del fenomeno del crowdfunding. Ciò indica che, sebbene la legge abbia cercato di adattarsi e di recepire le direttive europee, potrebbe essere stata adottata un'interpretazione che tende a richiamare criteri e linee guida esistenti a livello nazionale, piuttosto che sviluppare un quadro regolamentare specifico e adatto per la natura unica del crowdfunding. Questo approccio potrebbe non cogliere appieno le sfide e le opportunità offerte da questa modalità di finanziamento alternativa, limitando la sua piena potenzialità nell'ambito dei mercati finanziari.

Nello specifico, il decreto legislativo n. 30 sembra essere in linea sul piano giuridico-formale con i limiti di applicabilità della nuova regolamentazione stabiliti dall'articolo 1 del regolamento UE, che si applica a operazioni finanziarie di entità non superiore ai 5 milioni di euro, e rispetta i requisiti prudenziali definiti successivamente nell'articolo 11.

---

<sup>39</sup> Capriglione F., "*Brevi note sul crowdfunding (Short notes on Crowdfunding)*", in *Rivista Trimestrale di Diritto Dell'economia*, 2, 2023.

Inoltre, sembra garantire un'adeguata correlazione della nuova normativa nazionale con le autorizzazioni e le forme di supervisione applicabili ai fornitori di servizi di crowdfunding. Si prevede anche un obbligo di fornitura di informazioni agli investitori da parte dei gestori delle piattaforme, al fine di assicurare una tutela adeguata agli investitori.

Infine, anche numerosi riferimenti nel regolamento n. 1503 alle "competenti autorità" di vigilanza nel settore finanziario sembrano essere rispecchiati nel decreto legislativo in questione: ciò implica la necessità di una suddivisione adeguata delle competenze tra la Banca d'Italia e la Consob, considerando il richiamo generale alle autorità nazionali nell'ambito normativo dell'Unione europea.

Le disposizioni normative sembrano stabilire una disciplina di base, concepita con un approccio procedurale semplificato, adatta alla natura delle attività coinvolte nel crowdfunding. Questo viene confermato dalla successione delle forme di controllo previste. Da un lato, queste limitano l'entità degli investimenti possibili e, dall'altro, sottopongono l'attività effettuata tramite le piattaforme a una supervisione preventiva, mirata a verificare la conformità alla regolamentazione, oltre a imporre obblighi di trasparenza, incluso il dovere di fornire informazioni alla clientela.

È evidente che un tratto distintivo del sistema normativo europeo è il riferimento a un contesto operativo che, anche se merita attenzione, è spesso considerato in linea marginale. Si tratta di un criterio organizzativo che si riflette anche nell'assegnazione delle funzioni specifiche alle diverse autorità della materia che sono chiamate ad agire congiuntamente, e la specifica attribuzione delle rispettive competenze viene lasciata al regolatore nazionale.

Si nota, dunque, come le disposizioni normative siano state progettate al fine di fornire una regolamentazione di base, snella e adattata al contesto operativo del crowdfunding. Tuttavia, sembra che il quadro normativo europeo tenda a relegare questo settore a una posizione marginale, determinando anche una certa flessibilità nell'assegnazione delle responsabilità delle autorità nazionali competenti.

Ciò nonostante, la formulazione del decreto legislativo n. 30 ha comunque sollevato alcune criticità in merito alle indicazioni del legislatore europeo e sono state recepite in Italia. In effetti, mentre all'inizio era possibile

valutare in modo positivo un'armonizzazione unitaria dei regolamenti per gli investimenti in equity e lending attraverso l'uso delle piattaforme di crowdfunding, il risultato finale sembra invece essere valutato in una prospettiva diversa rispetto alle indicazioni iniziali.

Ciò ha determinato un sostanziale cambiamento rispetto alla visione specifica del crowdfunding delineata invece dalle normative europee, volte invece sul finanziamento delle microimprese. Diversamente, la normativa nazionale sembra essere orientata verso una visione più ampia e evoluta, orientata per lo più a supportare le microimprese attraverso questo tipo di finanziamento. Sembrerebbe addirittura che il legislatore italiano consideri come primaria scelta finanziaria l'utilizzo dello strumento del crowdfunding, sicuramente utile per incentivare lo sviluppo delle PMI. In tal senso, dunque, il regolatore nazionale ha proceduto col definire tale approccio finanziario come funzionale alla prestazione di servizi<sup>40</sup>.

Il decreto legislativo in oggetto, dunque, nonostante abbia dichiarato l'intenzione di circoscrivere il suo campo di applicazione ai servizi disciplinati dal regolamento n. 1503 UE, ha in realtà portato alla partecipazione attiva della Banca d'Italia la quale è chiamata ad assicurare la conformità agli obblighi imposti dal regolamento europeo in materia di adeguatezza patrimoniale, governance societaria, organizzazione amministrativa e contabile, controlli interni, sistemi di remunerazione e requisiti dei partecipanti al capitale dei fornitori di servizi di crowdfunding.

L'intervento della Banca d'Italia, inoltre, implica un livello di controllo simile a quello esercitato sul settore bancario, sottoponendo di fatto l'attività di crowdfunding ad un insieme di controlli e regolamenti analoghi a quelli applicati alle istituzioni finanziarie. Ciò indica un approccio più rigoroso e dettagliato nella supervisione delle piattaforme di crowdfunding, evidenziando la volontà di garantire una gestione prudente e responsabile di queste attività finanziarie alternative.

Sebbene le normative nazionali si configurino come verifiche di natura prudenziale, non sembrano evidenziare rischi significativi di instabilità sistemica in caso di difficoltà o potenziali chiusure delle piattaforme di crowdfunding. D'altra parte, va notato che la Banca d'Italia, quando si tratta di sottoscrizioni

---

<sup>40</sup> Si veda Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation, 7° Report sul CrowdInvesting, cit., p. 2.

effettuate attraverso intermediari autorizzati, ha il potere di eseguire le verifiche necessarie per analizzare situazioni problematiche consentendo, di conseguenza, di investigare in modo approfondito e adeguato e adottare, così, misure specifiche in caso di emergenza<sup>41</sup>.

Da un'altra prospettiva, la volontà di dare al crowdfunding un ruolo rilevante nello sviluppo delle microimprese è evidenziata dal riconoscimento di una particolare importanza alle società a responsabilità limitata, considerate potenziali destinatarie dei finanziamenti di crowdfunding. Nello specifico, è previsto che le sottoscrizioni, gli acquisti e le vendite di strumenti finanziari di tali società non richieda la stipula di un contratto scritto. Tuttavia, è necessario che eventuali oneri o costi a carico dei sottoscrittori, acquirenti o venditori di tali strumenti siano indicati nel portale dell'offerta. È inoltre necessaria un'evidenziazione separata delle condizioni praticate dagli intermediari coinvolti. Se queste informazioni non sono fornite in modo adeguato, gli intermediari potrebbero perdere i loro diritti creditizi.

È significativo notare, dunque, come questa particolare forma di finanziamento sia stata correttamente inserita nell'ampio panorama delle innovazioni tecnologiche con il potenziale di trasformare il sistema finanziario, coinvolgendo intermediari e utenti. Questo riconoscimento evidenzia il legame tra crowdfunding e il settore FinTech, il quale introduce in modo innovativo concetti già oggetto di interesse per gli esperti di legge che studiano l'impatto della cibernetica e della digitalizzazione sulle dinamiche dei rapporti commerciali.

---

<sup>41</sup> Capriglione F., "*Brevi note sul crowdfunding (Short notes on Crowdfunding)*", in *Rivista Trimestrale di Diritto Dell'economia*, 2, 2023.

## Capitolo terzo

### Il nuovo Regolamento della CONSOB

#### 3.1. Regolamento in vigore

Il regolamento Consob (Commissione Nazionale per la Società e la Borsa) in ambito di crowdfunding è stato formulato con l'intento di armonizzare la regolamentazione applicata ai gestori di portali online con quella vigente per i gestori di diritto che agiscono come intermediari autorizzati. Tale sforzo mira a garantire la tutela degli investitori contro il rischio di pratiche opportunistiche e la mancanza di informazioni sull'investimento anche dopo la conclusione dell'offerta<sup>42</sup>. Tuttavia, sembra che l'autorità di vigilanza non abbia completamente raggiunto questo obiettivo, considerando che non era un compito facile da realizzare.

Tale documento risulta essere suddiviso in tre parti: nella prima vengono fornite le definizioni degli attori coinvolti e degli strumenti finanziari oggetto delle raccolte di capitale; la seconda parte del documento introduce gli aspetti normativi riguardo il registro dei portali e la disciplina dei gestori; la terza e ultima parte disciplina le modalità di offerta attraverso i portali online.

Il registro dei portali è distinto in due sezioni, una ordinaria e una speciale. Nella sezione ordinaria sono iscritti i gestori di portali che sono autorizzati dalla Consob in seguito alla positiva verifica della sussistenza dei requisiti richiesti, tra i quali: la forma giuridica di società di capitali; il possesso, da parte dei soci di controllo, dei previsti requisiti di onorabilità; il possesso, da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, dei previsti requisiti di onorabilità (gli stessi dei soci di controllo) e di professionalità; la presentazione di una relazione sull'attività di impresa e sulla struttura organizzativa (da predisporre secondo

---

<sup>42</sup> Piattelli, U., *Il crowdfunding in Italia – Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2013.

le indicazioni allegate al Regolamento Consob). La perdita dei requisiti è una delle cause che comporta la cancellazione del gestore dal registro. Nella sezione speciale sono invece annotati i “gestori di diritto”, sarebbe a dire 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.

Il regolamento contiene una serie di regole di comportamento a cui i gestori devono attenersi, tra le quali: agire con correttezza e diligenza, assicurando che viga la parità di trattamento tra tutti i destinatari delle offerte; garantire la trasparenza verso gli investitori, rendendo disponibile in maniera dettagliata, chiara, corretta e non fuorviante tutte le informazioni riguardanti l’offerta; richiamare all’attenzione degli investitori diversi dagli investitori professionali l’evenienza che gli investimenti in attività finanziarie ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie; assicurare il corretto aggiornamento delle informazioni veicolate sul portale, l’accessibilità almeno per i dodici mesi successivi alla data di chiusura dell’offerta e la piena disponibilità agli interessati che ne facciano richiesta per un periodo di cinque anni; astenersi dal consigliare agli investitori il ricorso ad uno strumento finanziario piuttosto che ad un altro.

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, può sospendere il gestore dall’attività e, nei casi più gravi, radiarlo dal registro, oltre ad irrogare sanzioni pecuniarie. I gestori dei portali registrati presso la Consob inoltre, sono soggetti a regole meno stringenti rispetto agli intermediari tradizionali presso i quali di solito i risparmiatori effettuano i propri investimenti. Tuttavia, questa condizione meno onerosa comporta delle limitazioni. Ad esempio, i gestori registrati non hanno il permesso di custodire denaro appartenente agli investitori né possono eseguire direttamente gli ordini per l’acquisto di strumenti finanziari offerti sui loro portali. Devono invece trasmettere tali ordini esclusivamente a banche o Società di Intermediazione Mobiliare (SIM).

Inoltre, i gestori dei portali non hanno il permesso di fornire consulenza finanziaria agli investitori in alcun modo. Queste restrizioni, sebbene consentano una disciplina più flessibile rispetto agli intermediari tradizionali, pongono limitazioni chiare per garantire la sicurezza degli investitori e il corretto funzionamento delle operazioni effettuate tramite i portali di crowdfunding.

Nello specifico, dunque, il ruolo primario del portale è quello di garantire che gli investitori siano informati in modo completo riguardo alle caratteristiche e ai rischi degli investimenti proposti. Ciò avviene attraverso la disponibilità di informazioni dettagliate nel portale stesso e di sezioni dedicate all'educazione degli investitori.

Viene posta particolare attenzione alla protezione degli investitori retail, ossia coloro che non sono istituzioni finanziarie come banche, SIM o compagnie di assicurazione. Questi investitori devono completare un percorso specifico chiamato "percorso di investimento consapevole" per poter accedere alla sezione del portale dove possono aderire alle offerte di investimento. Questo percorso consiste nella compilazione di un questionario online che attesti che l'investitore ha letto e compreso le informazioni fornite e i rischi legati agli investimenti in start up innovative<sup>43</sup>.

Se l'investitore retail non completa con successo questo percorso, il gestore del portale non può consentire a quest'ultimo di partecipare alle offerte presenti nel portale. Questo approccio mira a garantire che gli investitori retail abbiano una comprensione chiara e completa dei rischi e delle opportunità legate agli investimenti proposti prima di prendere decisioni finanziarie.

Ad oggi, in tema di crowdfunding, il regolamento Consob ancora in vigore è il regolamento 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, entrato in vigore due anni dopo, il 21 luglio 2019. Questa normativa, particolarmente complessa e successivamente sottoposta a non poche modifiche<sup>44</sup>, impone all'emittente, in caso di offerta pubblica di titoli o strumenti finanziari definiti<sup>45</sup>, di pubblicare un prospetto informativo

---

<sup>43</sup> <https://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding#c6>

<sup>44</sup> Tale documento ha abrogato la precedente Direttiva n. 2003/71/CE integrata e modificata a sua volta da ulteriori interventi normativi. Il 14 marzo 2019 il suddetto regolamento è stato integrato dal Regolamento Delegato n. 2019/980 (UE) della Commissione.

<sup>45</sup> Art. 2 l. d) Reg. Prospetto si intende per offerta al pubblico di titoli *“ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni*

elaborato secondo gli standard europei. Questo prospetto contiene le informazioni necessarie, presentate in modo accessibile, in modo che gli investitori possano valutare i rischi associati all'investimento<sup>46</sup>. Il prospetto svolge un ruolo cruciale nella protezione degli investitori, contribuendo significativamente a ridurre le differenze informative tra gli investitori stessi e gli emittenti. Tuttavia, il processo che porta all'approvazione del prospetto da parte dell'Autorità Europea per i Mercati Finanziari (ESMA), comporta costi notevoli e tempistiche piuttosto lunghe<sup>47</sup>.

Queste disposizioni potrebbero scoraggiare le PMI e le start up innovative dal proporre i loro titoli al pubblico, andando a discapito della natura stessa dell'Unione del Mercato dei Capitali, che mira a facilitare l'accesso alle fonti di finanziamento. Per mitigare questo impatto, sono state previste esenzioni dall'obbligo di redigere un prospetto, oltre a ulteriori semplificazioni per ridurre significativamente i costi associati.

In particolare, il regolamento non si applica alle offerte il cui controvalore totale negli ultimi 12 mesi sia inferiore a 1 milione di euro, rispetto al limite di 100.000 euro stabilito dalla precedente direttiva<sup>48</sup>. Inoltre, ciascuno Stato membro ha la facoltà di prevedere un meccanismo di esenzione dall'obbligo di pubblicare il

---

*dell'offerta e degli strumenti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali strumenti finanziari".*

<sup>46</sup> Art. 6 par. 1 Reg. Prospetto: *"Fatti salvi l'articolo 14, paragrafo 2, e l'articolo 18, paragrafo 1, il prospetto contiene le informazioni necessarie che siano rilevanti per un investitore affinché possa procedere a una valutazione con cognizione di causa:*

- a) della situazione patrimoniale, dei risultati economici, della situazione finanziaria e delle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti;*
- b) dei diritti connessi ai titoli; e c) delle ragioni dell'emissione e del suo impatto sull'emittente."*

<sup>47</sup> CONSOB, *Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*, Delibera n°18592, 26 giugno 2013.

<sup>48</sup> Art. 1 par 3 Reg. Prospetto *"Fatti salvi il secondo comma del presente paragrafo e l'articolo 4, il presente regolamento non si applica a un'offerta pubblica di titoli per un corrispettivo totale nell'Unione inferiore a 1 000 000 EUR, calcolato su un periodo di 12 mesi [..]"*

prospetto per offerte di importo compreso tra 1 e 8 milioni di euro, superando così la soglia precedentemente stabilita dalla direttiva di 5 milioni di euro<sup>49</sup>.

Un'ulteriore possibilità di esenzione dalla pubblicazione del prospetto si verifica nel caso in cui l'offerta sia rivolta esclusivamente a investitori qualificati o a investitori diversi da quelli qualificati, ma in numero inferiore a 150, oppure se ha un valore unitario di almeno 100.000 euro<sup>50</sup>.

Inoltre, all'art. 15, tale Regolamento introduce anche la possibilità di definire un prospetto semplificato in un formato standard chiamato "*Prospetto UE della crescita*".<sup>51</sup> Nonostante le informazioni da divulgare siano ridotte rispetto a un prospetto completo, esse rimangono significative e pertinenti per valutare i rischi specifici di investimento associati a emittenti di piccole dimensioni.

---

<sup>49</sup> Art. 3 par. 2 l. b) Reg. Prospetto: *"Fatto salvo l'articolo 4, uno Stato membro può decidere di esentare le offerte al pubblico di titoli dall'obbligo di pubblicazione del prospetto di cui al paragrafo 1, a condizione che:*

*a) [..]*

*b) il corrispettivo totale di ciascuna offerta nell'Unione sia inferiore a un importo monetario calcolato su un periodo di 12 mesi che non superi 8 000 000 EUR."*

<sup>50</sup> Art. 1 par. 4 Reg. Prospetto

<sup>51</sup> Il prospetto UE della crescita è composto da una nota di sintesi specifica, un documento di registrazione dedicato e una nota informativa specifica sui titoli. Questa struttura è definita conformemente all'articolo 15 del Regolamento UE n. 2017/1129. Per i dettagli sul contenuto ridotto, il formato e la sequenza standardizzata del prospetto UE della crescita, è necessario fare riferimento ai Primo e Secondo regolamento delegato.

### 3.2. Regolamento Consob n. 22720/2023

Il nuovo Regolamento Consob n. 22720/2023<sup>52</sup> è stato ufficialmente approvato e ha anche ricevuto la pubblicazione in Gazzetta Ufficiale il 10 giugno 2023. Si tratta di un passo necessario che, dopo mesi di attesa, mette in pratica il Regolamento (UE) 2020/1503, regolamento ECSP, *European Crowdfunding Service Providers*, già pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea il 20 ottobre 2020 ed entrato in vigore il 9 novembre 2021 ma che, appunto, entrerà in vigore solo nel novembre 2023 proprio a seguito dell'approvazione del regolamento n. 22720/2023 in oggetto. Il tema è quello inerente ai fornitori di servizi di crowdfunding alle imprese, nonché gli articoli 4-sexies.1 e 100-ter del Testo Unico della Finanza<sup>53</sup>.

Nello specifico, il nuovo Regolamento Consob rappresenta una significativa evoluzione rispetto al precedente, poiché abroga il Regolamento Consob datato 26 giugno 2013 (n. 18592) e denominato *Raccolta di capitali di rischio da parte di start up innovative tramite portali online*, che disciplinava la raccolta di capitali attraverso piattaforme online ed in cui venivano specificate tutte le disposizioni in merito ai gestori portali<sup>54</sup>, ossia la formazione, il contenuto e le modalità di pubblicità per l'istituzione del registro all'interno del quale sono inseriti coloro che svolgono il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per piccole e medie imprese, imprese sociali, start up innovative, PMI innovative, organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e società di capitali, PMI innovative e PMI ecc<sup>55</sup>.

---

<sup>52</sup> [https://www.consob.it/documents/1912911/1950567/reg\\_consob\\_2023\\_22720.html/bb9622ec-b8d3-dd50-a075-f4a6546e139a#Art.\\_2](https://www.consob.it/documents/1912911/1950567/reg_consob_2023_22720.html/bb9622ec-b8d3-dd50-a075-f4a6546e139a#Art._2)

<sup>53</sup> Quaranta G., *Equity crowdfunding. Uno sguardo al mercato italiano, Diritto ed Economia dell'Impresa*, Fascicolo, n. 5, G. Giappichelli Editore, 2018.

<sup>54</sup> Riferimenti sul tema sono riscontrabili all'art. 50-quinquies del TUF, nella Legge di Bilancio 2017 del Senato e nel Decreto-legge n. 50 del 24 aprile 2017.

<sup>55</sup> Art. 57, comma 1, del Decreto-legge n. 50 del 24 aprile 2017.

I gestori registrati dallo stesso registro Consob sono suddivisi tra quelli “autorizzati” e quelli “di diritto”. La successiva delibera Consob n. 20204/2017 ha previsto una sezione speciale per le SIM, le imprese di investimento UE, le imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, le SGR, le SICAV e le SICAF che gestiscono direttamente i propri patrimoni, le società di gestione UE, i GEFIA UE, i GEFIA non UE, i gestori di EuVECA ed i gestori di EuSEF, limitatamente all'offerta di quote o azioni di OICR che investono prevalentemente in piccole e medie imprese e alle banche autorizzate ai relativi servizi di investimento che comunicano alla Consob l'avvio dell'attività di gestione di un portale<sup>56</sup>.

Ulteriori aggiornamenti sono intervenuti il 18 ottobre 2019, con importanti revisioni al Regolamento sull'equity crowdfunding. Queste modifiche sono destinate a stimolare ulteriormente lo sviluppo del settore. Tra le novità più significative si annoverano<sup>57</sup>:

1. La possibilità per le PMI di emettere mini-bond direttamente sulle piattaforme di crowdfunding.
2. L'opportunità di creare bacheche online all'interno dei portali equity-based, dove è possibile effettuare la compravendita di strumenti finanziari che sono stati oggetto di offerte concluse con successo in una campagna di crowdfunding. Questo dovrebbe favorire la liquidità del settore.
3. L'apertura del settore anche agli emittenti esteri, consentendo loro di accedere alle piattaforme di crowdfunding italiane.

Tornando quindi al più recente regolamento Consob n. 22720/2023, esso è stato suddiviso in cinque sezioni, ognuna delle quali affronta specifici aspetti:

1. Disposizioni generali e modalità di presentazione della richiesta di autorizzazione alla Consob.
2. Procedura di autorizzazione.
3. Obblighi informativi che le piattaforme devono rispettare nei confronti della Consob.
4. Comunicazioni di marketing.

---

<sup>56</sup> La citazione riprende parte del secondo comma dell'art. 4 del Regolamento Consob n. 18592/2013.

<sup>57</sup> Allegreni F., *Da oggi le PMI potranno collocare titoli di debito e obbligazioni sui portali di equity crowdfunding*, CrowdfundingBuzz, 21/10/2019.

5. Ulteriori obblighi, inclusi dettagli sulle informazioni relative alle singole offerte.

Il Regolamento offre una dettagliata delineazione degli obblighi degli operatori, richiamando l'intero contesto legislativo in materia. Inoltre, fornisce chiare direttive riguardo alle comunicazioni e alle attività di marketing nel contesto del crowdfunding. Ad esempio, stabilisce esplicitamente che ogni comunicazione di marketing deve contenere un'avvertenza ben visibile: "Prima dell'adesione, leggere attentamente la scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento".

Nello specifico, esso reitera e chiarisce le regole che le piattaforme di crowdfunding devono già seguire in materia di fornire informazioni, sia ai potenziali investitori che alle autorità competenti. In particolare, i fornitori di servizi di crowdfunding autorizzati secondo l'articolo 4-sexies.1 del TUF sono tenuti a fornire ai potenziali investitori una scheda, redatta in lingua italiana, che contiene le informazioni chiave sull'investimento, come richiesto dagli articoli 23 e 24 del regolamento (UE) 2020/1503. Questa scheda deve essere contemporaneamente resa disponibile alla Consob, seguendo le modalità specifiche indicate nelle istruzioni operative<sup>58</sup>.

Inoltre, i fornitori di servizi di crowdfunding autorizzati devono comunicare prontamente sia alla Consob che alla Banca d'Italia alcune essenziali specificazioni:

1. Le date di inizio, interruzione e ripresa della fornitura di servizi di crowdfunding.
2. Ogni modifica sostanziale delle condizioni di autorizzazione ai sensi dell'articolo 15, paragrafo 3 del Regolamento (UE) 2020/1503.
3. Le informazioni di cui all'articolo 16, paragrafo 1, del Regolamento (UE) 2020/1503 entro la fine di gennaio di ogni anno.

---

<sup>58</sup>

[https://www.startup-news.it/crowdfunding-nuovo-regolamento-consob-2023/#:~:text=Lo%20scorso%201%C2%B0%20giugno,materia%20di%20servizi%20di%20crowdfunding.&text=Il%20nuovo%20Regolamento%20Consob%20C3%A8,\(il%2010%20giugno%202023\).](https://www.startup-news.it/crowdfunding-nuovo-regolamento-consob-2023/#:~:text=Lo%20scorso%201%C2%B0%20giugno,materia%20di%20servizi%20di%20crowdfunding.&text=Il%20nuovo%20Regolamento%20Consob%20C3%A8,(il%2010%20giugno%202023).)

Nel dettaglio, e per definire dunque il quadro di attuazione del recente regolamento Consob, può dirsi che questa nuova disposizione vuole dare attuazione effettiva al precedente Regolamento (UE) 2020/1503<sup>59</sup> sui fornitori di servizi di crowdfunding alle imprese, noto come il Regolamento europeo del Crowdfunding. In questo contesto, la Consob è designata come l'Autorità responsabile per il rilascio delle autorizzazioni agli operatori di servizi di crowdfunding.

In definitiva, dunque, il Regolamento Consob sul crowdfunding stabilisce le procedure e i criteri per ottenere e revocare le autorizzazioni necessarie per operare nel mercato europeo e va a sostituire il precedente, adottato con delibera Consob il 26 giugno 2013 con il numero 18592, che riguardava la raccolta di capitali attraverso piattaforme online<sup>60</sup>, ampliando già in maniera rilevante le potenzialità di business delle piattaforme di crowdfunding<sup>61</sup>.

---

<sup>59</sup> Ampiamente esplicitato nel capitolo 2 del presente elaborato.

<sup>60</sup> [https://www.startup-news.it/regolamento-consob-sul-crowdfunding-opinioni/#La\\_deadline\\_di\\_novembre\\_e\\_vicina\\_cosa\\_cambiera](https://www.startup-news.it/regolamento-consob-sul-crowdfunding-opinioni/#La_deadline_di_novembre_e_vicina_cosa_cambiera)

<sup>61</sup> <https://www.dirittobancario.it/art/novita-dal-regolamento-consob-debito-e-bacheca-elettronica-incentivare-il-crowdfunding-italiano/>

### 3.3. Prospettive future

L'attesa di questo passaggio amministrativo era fortemente attesa tra tutti gli operatori italiani, poiché segna l'inizio del processo formale di richiesta e concessione delle licenze per operare nel nuovo mercato. Al contrario, in paesi come la Spagna, l'Olanda e la Svezia questo processo è già attivo da alcuni mesi, e ciò ha consentito a portali come Crowdcube e Wefunder, due grandi attori del settore, di ottenere un vantaggio non trascurabile, almeno dal punto di vista amministrativo e organizzativo rispetto ai portali in paesi come l'Italia, che sono invece ancora in ritardo nell'adottare le nuove procedure e gli aggiornamenti regolatori<sup>62</sup>.

Tuttavia, va precisato che, molto probabilmente, l'entrata in vigore del nuovo regolamento Consob n. 22720/2023, non avrà un impatto effettivamente rivoluzionario in merito alla gestione e determinazione delle piattaforme online di crowdfunding, soprattutto in Italia. In effetti, le piattaforme ben strutturate già operano in conformità con recenti questi principi e norme, anche a livello europeo. Tuttavia, per quelle meno strutturate, questa sarà un'opportunità di crescita e di adeguamento, che potrebbe portare a una maggiore organizzazione e competitività nel settore.

Grazie all'apertura verso un panorama più vasto di capitali provenienti dal crowdfunding, anche le opportunità di finanziamento saranno più ampie e meglio distribuite. Allo stesso tempo, le piattaforme italiane avranno accesso a una più estesa gamma di progetti tra cui poter scegliere<sup>63</sup>.

In generale, l'innovazione non deve sicuramente conoscere confini nazionali ma ha piuttosto bisogno di regole e norme sovranazionali che siano valide almeno a livello europeo. Ciò permetterebbe di favorire un ambiente più dinamico e competitivo per l'intero settore del crowdfunding.

---

<sup>62</sup> <https://www.diritto.it/il-fenomeno-del-crowdfunding-criticita-e-prospettive-future/>

<sup>63</sup> *Ibidem*.

## Conclusioni

Il crowdfunding è considerato una forma di finanziamento innovativa e rivoluzionaria che sta guadagnando terreno in tutto il mondo. L'evoluzione parallela del web e di internet sta mettendo in luce la flessibilità di questo strumento e le sue ampie prospettive di sviluppo. È possibile individuare alcuni modelli "classici" di crowdfunding che, pur non essendo di recente formazione, sono consolidati come approcci principali in tutto il mondo: si tratta dei modelli *donation-based*, *lending-based*, *reward-based* e *equity-based*.

Inoltre, sono emersi nel tempo una serie di modelli che, seppur non ancora completamente consolidati, dimostrano la grande versatilità del crowdfunding. Questa flessibilità ha permesso una completa personalizzazione dei modelli di crowdfunding, rendendoli adatti a coprire una vasta gamma di esigenze da parte di gruppi economici molto diversificati. Tra questi modelli rientrano l'invoice trading, il civic crowdfunding, il corporate crowdfunding, l'approccio do it yourself e il real estate crowdfunding.

L'analisi condotta sia a livello nazionale che europeo, a partire dal Decreto-legge n°179/2012 fino alle ultime novità predisposte dal Regolamento Consob del 2023 (22720/2023), evidenzia la volontà del legislatore di rendere il modello equity-based accessibile a tutte le imprese innovative. Non si è fatta alcuna distinzione tra start up e PMI innovative, bensì si è considerato questo gruppo di imprese come una singola entità, soggetta a una normativa unitaria. Dunque, è stato grazie ad un solido percorso legislativo, come è avvenuto in Italia, che l'equity crowdfunding e il crowdfunding in generale hanno potuto affermarsi e prosperare.

È quindi evidente la necessità di implementare e migliorare costantemente la regolamentazione specifica del crowdfunding affinché possa esserne promosso uno sviluppo costante e controllato. In effetti, sebbene il processo di riforma normativa possa richiedere più tempo e risorse rispetto all'adattamento di regolamenti preesistenti, questo approccio garantirà una crescita sostenibile del fenomeno nel lungo termine.

Inoltre, è anche importante notare che ogni paese ha il compito di creare una normativa dedicata per favorire lo sviluppo di questo innovativo approccio di finanziamento il quale, peraltro, solo di recente è stato regolamentato e adeguatamente armonizzato anche a livello europeo.

## Bibliografia

Abate D., *“Come avviare una start up di successo”*, HOW2 Edizioni, 2014, pag. 26.

Allegreni F., *Da oggi le PMI potranno collocare titoli di debito e obbligazioni sui portali di equity crowdfunding*, CrowdfundingBuzz, 21/10/2019.

Binacchi A., Galli A., *“Le start-up innovative”*, in I Quaderni, n. 56, Milano, pagg. 15-16.

Bollettinari A., *“Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme online nella prassi e nella recente legislazione”*, In Nuovo Diritto delle società, n. 2/2013.

Capelli I., *L'equity based crowdfunding e la c.d. «dematerializzazione» delle quote di s.r.l.*, ODCC 2/2016, pp. 537-566

Capriglione F., *“Brevi note sul crowdfunding (Short notes on Crowdfunding)”*, in Rivista Trimestrale di Diritto Dell'economia, 2, 2023.

Capriglione, *“La finanza UE ai tempi del coronavirus”*, in RTDE, n. 1, 2020

Ciacci-Buonomo, *“Profili di informatica giuridica”*, Cedam, Padova, 2018.

Cicerchia, A., *Crowdsourcing e crowdfunding: la folla che finanzia la cultura*. Economia della cultura, 23(2), 2013, pag. 172-176.

Commissione Europea, *“Il crowdfunding. Cosa è. Una guida per le piccole e medie imprese”*, 2015.

CONSOB, *“Adozione del regolamento volto all'adeguamento alle norme previste dal regolamento (ue) 2020/1503 sui fornitori di servizi di crowdfunding alle imprese”*, Documento di Consultazione 2 Marzo 2023.

Consob, *“Adozione del regolamento volto all’adeguamento alle norme previste dal regolamento (ue) 2020/1503 sui fornitori di servizi di crowdfunding alle imprese”*, Documento di Consultazione 2 Marzo 2023.

CONSOB, *“L’equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi”*, Agosto 2016

CONSOB, *Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*, Delibera n°18592, 26 Giugno 2013.

De Buysere K., Gajda O., Kleverlaan Dan Marom R., *“Framework for European Crowdfunding”*, 2012. Crasta, M., *“Crowdsourcing e crowdfunding: idee, collettività e risorse”*. Economia della Cultura, 25(3-4), 2015, pag. 487.

De Luca L., *“Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità”*, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2015.

De Mari, *“Prime ipotesi per una disciplina italiana delle “Initial Token Offerings” (ITOs): “token crowdfunding” e sistemi di scambio di “crypto-asset””*, Relazione al Convegno di Studi “Nuove tecnologie e nuove forme di finanziamento alle imprese: Initial Coin Offerings (ICOs) e Crypto-Assets, “Crowdfunding (caratteristiche, rischi e opportunità)” Verona, 30 maggio 2019, in *Orizzonti del diritto commerciale*, n. 2, 2019

Estellés-Arolas E., González-Ladrón-de-Guevara F., *Towards an integrated crowdsourcing definition*, *Journal of Information Science* XX (X), 2012, pag. 3.

Favretto, C., et al. *“Le start up innovative”*, Italia, Maggioli Editore, 2021.

Fnc, *“Il Crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità”*, 2015

G.U, Serie Generale, 30 aprile 2019, n. 100.

G.U. Serie Generale, 17 marzo 2020, n. 70.

G.U., Serie Generale, 29 aprile 2020, n. 110, suppl. ordinario n. 16.

G.U., Serie Generale, 8 aprile 2020, n. 94, convertito con modificazioni con la Legge 5 giugno 2020, n. 40, in G.U. 6 giugno 2020, n. 143.

Gazzetta Ufficiale Della Repubblica Italiana, Serie generale - n. 71, LEGGI ED ALTRI ATTI NORMATIVI, *“Attuazione del regolamento (UE) 2020/1503, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937”*

Gitti, *“Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari”*, in Banca Borsa e tit. cred., n. 1, 2020

Hogan J., *Like oil and water: equity crowdfunding and securities regulation*, in Lewis & Clark L. Rev., 2014, 18.

Howe J., *“The Rise of Crowdsourcing”*, su Wired, giugno 2006.

Iozzia O., *“Aspetti Giuridici Del Crowdfunding”*, N.p., Independently Published, 2018.

Limone D.A., *“La finanza ai tempi del coronavirus”*, Numero per il decennale della Rivista elettronica di Diritto Economia Management (2010-2020) curato da M. Sepe, Rivista elettronica di Diritto, Economia, Management, Numero 2 – 2020.

Manzi M., *“Il fenomeno del crowdfunding e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali”*, in AA. VV., *“I contratti dei risparmiatori”*, a cura di Capriglione F., Giuffrè, Milano, 2013.

Minnecl, *“Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell’investitore”*, in Riv. dir. civ., n. 2, 2019

Nicotra, *“L’oggetto sociale nelle start-up innovative”*, in Banca Borsa e tit. cred., n. 2, 2020

Nuzzo, *“Blockchain e autonomia privata”*, Luiss Press, Roma, 2020

Nuzzo, *“Contenuto e forme dell’informazione societaria, tra passato e futuro. Titoli e operatori atipici nell’era dell’algoritmo”*, in Analisi Giuridica dell’Economia, n. 2, 2019.

- Ordanini A., Miceli L., Pizzetti M., Parasuraman A., *“Crowdfunding. Transforming customers into investors through innovative service platforms”*. Journal of Service Management 22 (4), 2011, pagg. 443-470.
- Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation, *7° Report sul CrowdInvesting*, 2019, p. 2.
- Piattelli, U., *Il crowdfunding in Italia – Una regolamentazione all’avanguardia o un’occasione mancata?*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2013.
- Pinto M., *“L’equity crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal Decreto Crescita”*, Le Società, n. 7, 2013.
- Politecnico di Milano, *“3° Report italiano sul CrowdInvesting”*, Osservatori Entrepreneurship & Finance, 2018.
- Politecnico di Milano, *“5° Report italiano sul CrowdInvesting”*, Osservatori Entrepreneurship & Finance, 2020.
- Quaranta G., *Equity crowdfunding. Uno sguardo al mercato italiano, Diritto ed Economia dell’Impresa*, Fascicolo, n. 5, G. Giappichelli Editore, 2018.
- Santacroce, B., *“Manuale IVA 2023”* N.p., IISole24Ore Professional, 2023.
- Sepe M., *“La finanza ai tempi del coronavirus”*, Numero per il decennale della Rivista elettronica di Diritto Economia Management (2010-2020) curato da, Rivista elettronica di Diritto, Economia, Management, N. 2, 2020, p. 214.
- Viola S., *“Equity crowdfunding: la strategia perfetta: Consigli pratici e tecniche per una campagna di successo”*, Franco Angeli Edizioni, Milano, 2023.

## **Ringraziamenti**

Desidero dedicare qualche riga a coloro che hanno contribuito alla realizzazione di questo lavoro.

Ringrazio i Professori Sepe e Affinito, per avermi guidato e dato suggerimenti pratici nella stesura dell'elaborato.

Ringrazio i miei genitori, per essere stati un supporto costante in questi anni e per non avermi fatto mancare niente nella vita. Questo traguardo è anche vostro.

Ringrazio mio fratello Alessandro, che ogni giorno mi insegna la virtù della pazienza.

Ringrazio il mio compagno di vita Rosario, per il suo sostegno e amore costante e per insegnarmi che a tutto c'è rimedio.

Ringrazio i miei amici e le mie colleghe, che gioiscono sinceramente al raggiungimento di ogni mio obiettivo.



Finito di pubblicare nel novembre 2024



**TTS**  
CENTRO STUDI SVILUPPO  
RELAZIONI PER LA SICUREZZA