

Il crowdfunding alla luce del D. Lgs. 10 marzo 2023, n. 30

Una breve riflessione sullo strumento di finanziamento collettivo alla luce del decreto legislativo n. 30/2023 di attuazione del Regolamento (UE) 2020/1503, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese.

I.- Il crowdfunding.

Nato dall'esperienza anglosassone come fonte alternativa di finanziamento delle imprese, con il termine *crowdfunding* si identificano fenomeni diversi accomunati dal ricorso al pubblico, mediante piattaforme d'investimento *on line*, per la raccolta di capitali, al fine di realizzare un progetto o un'attività imprenditoriale.

Nel corso degli anni, il *crowdfunding* ha assunto diverse configurazioni anche in ragione del tipo di operazione realizzata, che può avere natura altruistica o compensativa.

Senza pretese di esaustività, si può distinguere tra:

- (i) il cd. "*donation-based crowdfunding*", avente a oggetto la raccolta di denaro per finalità assistenziali, culturali, sociali o di beneficenza, che non prevede una contropartita (sotto il profilo remunerativo) per i finanziatori, spinti da ragioni etico-sociali ad aderire e supportare un dato progetto;
- (ii) il cd. "*reward-based crowdfunding*", volto alla raccolta di fondi per la realizzazione di un progetto lucrativo che può avere – a seconda dei casi – carattere artistico, tecnologico, culturale, imprenditoriale, civico, politico o sportivo e che consente ai finanziatori di beneficiare in anticipo del prodotto o del servizio che si intende realizzare o fornire;
- (iii) il cd. "*lending-based crowdfunding*", detto anche "*peer to peer lending*" o "*social lending*", definito da Banca d'Italia, con delibera n. 584/2016, come "*uno strumento attraverso il quale una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori, tramite piattaforme on-line, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto*". In tal caso, la piattaforma abbina raccoglitori e prestatori di fondi, che stipulano un contratto di prestito. Gli investitori non diventano soci, né acquistano quote del soggetto richiedente, bensì acquisiscono il diritto di ricevere, dopo un determinato periodo di tempo, la somma erogata, maggiorata di un interesse;
- (iv) il cd. "*equity-based crowdfunding*", che si caratterizza per la selezione di investitori interessati a diventare soci della società emittente. In tal caso, tramite la piattaforma *on line*, l'investitore acquista un vero e proprio titolo di

partecipazione in una società e la 'ricompensa' per il finanziamento è rappresentata dal complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa;

- (v) il cd. "*debt-based crowdfunding*", che ha ad oggetto strumenti rappresentativi di operazioni con obbligo di rimborso. In questa ipotesi, gli investitori (a differenza del *lending-based crowdfunding*) diventano creditori della società emittente mediante la sottoscrizione di obbligazioni o titolo di debito.

*

Nel prosieguo si porrà l'attenzione sulle sole piattaforme *on line* di *crowdfunding* che veicolano le offerte di azioni e quote (*i.e. equity-based crowdfunding*) o di obbligazioni e titoli di debito (*i.e. debt-based crowdfunding*), in quanto strumenti volti a favorire la nascita e la patrimonializzazione delle società. A tale riguardo, si affronterà la disciplina di dette piattaforme prima dell'intervento del Legislatore europeo, per poi individuare le principali novità introdotte con il D. Lgs. n. 30/2023 e l'impatto che esse possono avere sulla circolazione delle quote delle società a responsabilità limitata e sulla raccolta di capitali sul mercato da parte di dette società.

* * *

II.- La disciplina nazionale prima del Regolamento (UE) 2020/1503 e del D. Lgs. n. 30/2023 di attuazione dello stesso.

Nel nostro ordinamento, il *crowdfunding* e, nello specifico l'*equity-based crowdfunding*, ha trovato una prima disciplina nel D. L. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con L. 17 dicembre 2012, n. 221 (il "*Decreto*"), che - nel disciplinare i meccanismi di *fundraising* - è intervenuto sul TUF introducendo l'art. 1, comma, 5-*novies*, l'art. 50-*quinquies* e l'art. 100-*ter*.

Con il Decreto viene (i) qualificata l'attività di gestione delle piattaforme *on line* (aventi come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio) come riservata, con la conseguenza che essa può essere svolta solo da soggetti abilitati e (ii) introdotta un'apposita fattispecie di offerta per il tramite delle suddette piattaforme, in parziale deroga della disciplina generale dell'offerta al pubblico risparmio.

Inoltre, il Decreto ha delegato alla Consob il compito di disciplinare alcuni specifici aspetti del fenomeno.

Così, con il Regolamento Consob n. 18592/2013 ⁽¹⁾ è stato: (i) istituito il registro dei gestori delle piattaforme *on line*; (ii) disciplinato il procedimento di autorizzazione per la relativa iscrizione; (iii) sono stati fissati i requisiti, patrimoniali dei gestori e di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo degli stessi; (iv) introdotti obblighi di condotta dei gestori, oltre che (v) previsto un sistema sanzionatorio in caso di violazione dei riferiti obblighi.

Scopo del Decreto era quello di rimuovere gli ostacoli all'approvvigionamento di risorse finanziarie per le *start up innovative*, favorendo, mediante il ricorso al *crowdfunding*, l'accesso al mercato dei capitali. Tale agevolazione è stata poi estesa dapprima alle *PMI innovative* (con D. L. 24 gennaio 2015, n. 3, convertito con L. 24 marzo 2015, n. 33) e relativamente alla "raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito" anche alle *PMI* (con Legge di Bilancio 2019).

In definitiva, potevano ricorrere al *crowdfunding*, come strumento di raccolta di capitali o di patrimonializzazione, le *start up innovative* e le *PMI*.

* * *

III.- Le novità introdotte dal D. Lgs. n. 30/2023, alla luce della normativa europea.

Con il Regolamento (UE) 2020/1503 e la Direttiva (UE) 2020/1504 (di seguito, rispettivamente, il "*Regolamento*" e la "*Direttiva*") il Legislatore europeo ha introdotto un quadro normativo omogeneo per i prestatori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese.

Non è scopo della presente nota esaminare nel dettaglio le molteplici novità introdotte dalla Regolamento e dalla Direttiva, bensì tracciare solo una panoramica della riferita normativa.

Pertanto, ci si limita ad osservare che la Direttiva prevede una specifica esenzione dagli obblighi previsti dalla disciplina MiFID II per i fornitori europei di servizi di *crowdfunding*.

Quanto al Regolamento, questo introduce una disciplina comune per tutti i gestori delle piattaforme di *crowdfunding*, includendo sia il *lending-based crowdfunding* sia l'*equity-based crowdfunding*, stabilendo requisiti uniformi per la prestazione dei relativi servizi, l'organizzazione, l'autorizzazione e la vigilanza dei gestori, il funzionamento delle piattaforme, la trasparenza e le comunicazioni di *marketing*.

⁽¹⁾ Da ultimo modificato con delibera n. 21110 del 10 ottobre 2019, che ha dato alle piattaforme *on line* la possibilità di operare come intermediari anche per il collocamento di obbligazioni e titoli di debito, disciplinando, quindi, il *debt-based crowdfunding*.

Più nello specifico, con il Regolamento il “*fornitore di servizi di crowdfunding*” viene individuato nella persona giuridica che presta servizi di *crowdfunding* e viene data una specifica definizione di detti servizi (cfr. art. 2, paragrafo 1, lettera a, del Regolamento).

I fornitori di servizi di *crowdfunding* possono prestare sia l’attività di intermediazione nella concessione di prestiti (*i.e.* il *lending-based crowdfunding*) sia i servizi di collocamento e di trasmissione e ricezione di ordini aventi ad oggetto valori mobiliari e strumenti ammessi ai fini di *crowdfunding* (*i.e.* il *debt-based crowdfunding*).

Inoltre, l’articolo 6 del Regolamento include nel relativo ambito di applicazione anche l’attività di “*gestione individuale di portafogli prestiti*”. Trattasi di un modello operativo particolare di *lending-based crowdfunding* in cui l’investitore affida il capitale al fornitore di servizi di *crowdfunding*, il quale, sulla base del profilo di rischio dello stesso investitore, decide discrezionalmente come allocare le risorse tra i diversi prestiti pubblicati sul proprio portale.

A quanto sopra, si aggiunge: (a) la previsione di un passaporto europeo che permetterà ai fornitori dei servizi di *crowdfunding* di operare in tutti gli Stati membri; (b) un modello informativo standardizzato, a tutela degli investitori, con tutti i dettagli chiave dell’investimento (*Key Investment Information Sheet – KIIS*); (c) un questionario d’ingresso per la verifica degli investitori non qualificati e requisiti di trasparenza e di *governance* delle piattaforme.

Inoltre, gli “*strumenti ammessi ai fini di crowdfunding*” vengono identificati “*per ciascuno Stato membro, [nel]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*” (cfr. art. 2, paragrafo 1, lettera n, del Regolamento).

*

Nel nostro ordinamento, con riguardo al recepimento della Direttiva, l’articolo 27 della L. 23 dicembre 2021, n. 238 ha integrato la lettera p-bis) all’articolo 4-terdecies del TUF, includendo tra i soggetti esentati dall’applicazione della disciplina degli intermediari anche i fornitori di servizi di *crowdfunding* autorizzati ai sensi del Regolamento.

Con il D. Lgs. n. 30/2023, entrato in vigore l’8 aprile 2023, il Legislatore italiano, in attuazione del Regolamento, ha adeguato la normativa nazionale a quella europea.

Tale adeguamento non si è limitato al solo profilo definitorio, con la modifica dell’articolo 1, comma, 5-novies TUF, che richiama la definizione data dal Regolamento di “*servizi di crowdfunding*”, e l’abrogazione dell’art. 50-quinquies TUF, sulla “*gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali*”.

Viene infatti delineato un riparto di competenze di vigilanza basato sulle diverse finalità affidate alla Consob e a Banca d'Italia, in armonia con quanto previsto dall'art. 5 del TUF per la disciplina degli intermediari.

In particolare, alla Consob viene affidata la responsabilità di vigilare sul rispetto delle norme in tema di trasparenza e correttezza dei comportamenti, ivi incluse le comunicazioni di *marketing*, mentre a Banca d'Italia viene affidata la responsabilità di vigilare sul rispetto delle norme in tema di stabilità patrimoniale e gestione dei rischi dei prestatori di servizi di *crowdfunding*. Inoltre, alle medesime Autorità vengono attribuiti la potestà regolamentare sulle materie di rispettiva competenza e i connessi poteri di intervento

Tra le modifiche destinate ad avere un maggiore impatto vi è l'estensione non solo alla PMI ma anche alle società a responsabilità limitata della possibilità di fare ricorso al *crowdfunding*, come strumento di patrimonializzazione.

Infatti, il D. Lgs. n. 30/2023 introduce una modifica dell'art. 100-ter TUF, prevedendo che, *"in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di crowdfunding, nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503"*.

Tanto comporta che, in luogo del ricorso ad un notaio autenticante l'atto di trasferimento delle quote di una S.r.l. ed al deposito dello stesso presso l'ufficio del registro delle imprese competente, la sottoscrizione e la successiva alienazione di quote rappresentative del capitale di società a responsabilità limitata può essere effettuata per il tramite di intermediari abilitati alla prestazione di servizi di *crowdfunding*, che effettuano detta sottoscrizione in nome proprio e per conto dei sottoscrittori o degli acquirenti aderenti. Il tutto, provvedendo, entro i trenta giorni successivi alla chiusura dell'offerta, al deposito presso il registro delle imprese di una certificazione attestante la loro titolarità di soci per conto di terzi, sopportandone il relativo costo.

Si assiste, così, ad una significativa semplificazione che agevola la raccolta di capitali sul mercato ed è destinata ad avere un impatto sul meccanismo di circolazione delle quote delle società a responsabilità limitata.

* * *

Il nostro Studio si occupa di diritto finanziario ed è in grado di prestare assistenza sia alle imprese, per il ricorso al mercato mobiliare anche per il tramite del *crowdfunding*, sia ai singoli investitori.

Milano, 19 giugno 2023
A cura dell'Avv. Stefano Colussa