

PAWEŁ LAURETI VIGNOLO GAŁKOWSKI*

WŁOSKA REGULACJA SPOŁECZNOŚCIOWEGO
FINANSOWANIA UDZIAŁOWEGO
PRZEDSIĘBIORSTW INNOWACYJNYCH
ZA POŚREDNICTWEM PORTALI INTERNETOWYCH.
ZARYS MODELU

WSTĘP

Finansowanie działalności gospodarczej stanowi kluczowy element dla każdego podmiotu, który chce funkcjonować na rynku. Dostęp do finansowania staje się pilnym do rozwiązania problemem w chwili, gdy warunki rynkowe zmieniają się na tyle niekorzystnie, by postawić pod znakiem zapytania już nie tylko dalszy rozwój, lecz także samo przetrwanie przedsiębiorstwa. Podobna okoliczność wystąpiła w czasie ostatniego kryzysu finansowego, a wśród wielu jej przejawów ograniczenie działalności kredytowej przez banki i sektor finansowy okazało się jednym z najpoważniejszych w skutkach, również dla włoskich przedsiębiorców¹.

Zważając na takie okoliczności, włoski ustawodawca podjął się przeciwdziałaniu kryzysowi między innymi przez wprowadzenie do porządku prawnego rozwiązań mających na celu zapewnienie środków i mechanizmów finansowania dla

* Autor jest doktorantem na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego.

¹ Co do skutków kryzysu na finansowaniu działalności gospodarczej w skali globalnej zob. S. Hanks: *Online capital-raising by small companies in the USA after the JOBS Act compared to the same process in the European Union*, *Capital Markets Law Journal* 2013, vol. 8, nr 3, s. 263. Badania Europejskiego Banku Centralnego na temat ograniczenia polityki kredytowej można znaleźć np. w *The Euro Area Bank Lending Survey* (January 2013), http://www.ecb.int/stats/pdf/blssurvey_201301.pdf?793ee2625e37f5ee7a179587311627004. Zgodnie z badaniami dokonanymi przez włoskie stowarzyszenie Confcommercio, w latach 2011–2014 włoski system bankowy zmniejszył akcję kredytową przeznaczoną dla małych i średnich przedsiębiorców o kwotę szacowaną na 97,2 mld euro, <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2015-01-22/gli-effetti-bazooka-scommessa-ripresa-credito-221622.shtml?uid=ABE2ZeiC&nml=2707#navigation>.

małych i średnich przedsiębiorstw. Kroki podjęte w 2012 r. polegały na wprowadzeniu zmian w prawie upadłościowym, na umożliwieniu małym i średnim przedsiębiorstwom emisji tzw. mini-bonds (obligacji lub weksli finansowych)² i na poddaniu regulacji zjawiska znanego jako społecznościowe finansowanie udziałowe przedsiębiorstw innowacyjnych za pośrednictwem portali internetowych³. Zjawisko społecznościowego finansowania, zwane również *crowdfunding*, polega na mechanizmie, na podstawie którego nieokreślona liczba osób za pośrednictwem Internetu przekazuje małe kwoty pieniężne na sfinansowanie wybranego projektu lub inicjatywy. Przyjęło się dzielić to zjawisko głównie na trzy kategorie. W pierwszej środki są udzielane na określony projekt, zwykle artystyczny, na zasadzie darowizny (*donation based*). W drugiej pomysłodawca projektu przyznaje nagrodę w zamian za otrzymane wsparcie finansowe (*reward based*). W trzeciej podmiot, który finansuje określone przedsięwzięcie gospodarcze, zostaje udziałowcem lub akcjonariuszem przedsiębiorstwa, które je realizuje (*equity based*). Zjawisko społecznościowego finansowania udziałowego za pośrednictwem portali internetowych staje się coraz bardziej powszechnym zjawiskiem, nie zawsze jednak podlega ono regulacji ustawowej⁴. W tym zakresie włoska ustawa z 2012 r. była pierwszą w Europie. Przedmiotem obecnego opracowania będzie przedstawienie modelu prawnego regulującego społecznościowe finansowanie udziałowe przedsiębiorstw innowacyjnych za pośrednictwem portali internetowych, który przyjęto we Włoszech.

Pierwszym i głównym założeniem u podstaw wprowadzenia opisywanego mechanizmu była przyjęta przez ustawodawcę zasada, zgodnie z którą zamierzone stymulowanie wzrostu gospodarczego państwa powinno nastąpić dzięki utworzeniu właściwych zachęt pod tzw. innowacyjną gospodarkę opartą na nowych technologiach. Realizacja tego zamysłu powinna natomiast polegać na wdrożeniu rozwiązań wspierających przedsiębiorstwa innowacyjne (*start-up*)⁵. W tym celu został utwo-

² Ustawa nr 83 z dnia 22 czerwca 2012 r. (zwana *Decreto sviluppo*) w Dzienniku Ustaw (*Gazzetta Ufficiale*) z dnia 11 sierpnia 2012 r., nr 187; szczegółowe normy zawarte są w Okólniku Urzędu Skarbowego 4/E 2013 (*Circolare Agenzia delle Entrate*). Cytaty w artykule podawane są w tłumaczeniu własnym.

³ Ustawa (*Decreto Legge*) nr 179 z dnia 18 października 2012 r. w Dzienniku Ustaw z dnia 18 grudnia 2012 r., nr 294. Szerzej w sprawie pierwszych opinii w sprawie tej ustawy zob. M. Iori: *S.R.L. Semplificata e a Capitale Ridotto*, *Sistema Frizzera* 24, *Gruppo* 24 Ore, 2012, s. 36. Co do techniki legislacyjnej, przyjęta ustawa zawierała tylko ogólne wymogi i podstawowe zasady wskazówki, pozostawiając organowi nadzoru nad włoskim rynkiem kapitałowym i giełdą (*Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, dalej „Consob”) zadanie dokonania dalszego szczegółowego unormowania wymogów związanych z prowadzeniem takiego portalu oraz z przeprowadzeniem oferty adresowanej do drobnych inwestorów. Consob przyjął szczegółową regulację w rozporządzeniu (*Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line*) na podstawie decyzji nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r. Następnie na podstawie decyzji nr 19520 z dnia 24 lutego 2016 r. regulacja została przez Consob znowelizowana w celu uwzględnienia zdobytego w międzyczasie doświadczenia. Cała szczegółowa regulacja jest dostępna na stronie internetowej Consob: <http://www.consob.it/main/trasversale/risparmiatori/investor/crowdfunding/index.html>.

⁴ Na temat rozwoju zjawiska finansowania społecznościowego udziałowego w Unii Europejskiej zob. http://ec.europa.eu/finance/general-policy/crowdfunding/index_en.html.

⁵ M. Iori: *S.R.L. Semplificata...*, *op. cit.*, s. 29, i Komisja Europejska: *Crowdfunding: Mapping EU markets and events study* z dnia 30 września 2015 r., s. 44, http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/20150930-crowdfunding-study_en.pdf.

rzony mechanizm społecznoścowego finansowania udziałowego składający się z dwóch części. W pierwszej poddano regulacji działalność portali internetowych pośredniczących między przedsiębiorcą, który poszukuje kapitału na sfinansowanie swojego projektu, a drobnym inwestorem, który jest gotów zainwestować w ten projekt. W drugiej wprowadzono do porządku prawnego nowy podmiot, nazwany „przedsiębiorstwem innowacyjnym”, który jako jedyny może skorzystać z tej formy finansowania.

1. DZIAŁALNOŚĆ PORTALI INTERNETOWYCH

Włoski mechanizm społecznoścowego finansowania udziałowego polega na oferowaniu, za pośrednictwem portali internetowych, tzw. kapitału wysokiego ryzyka szerokim rzeszom drobnych inwestorów, którzy w zamiarze ustawodawcy powinni byli wypełnić lukę pozostawioną przez banki i inne instytucje finansowe⁶. Kapitałem wysokiego ryzyka są akcje i udziały w spółkach kapitałowych spełniających wymogi ustawowe „przedsiębiorstwa innowacyjnego”⁷. Portal internetowy to platforma działająca w Internecie, która zgodnie z definicją ustawową jest pośrednikiem mającym jako jedyny cel swojego działania ułatwienie zbiórki kapitału przez przedsiębiorstwa innowacyjne⁸. Ofertą jest propozycja zainwestowania w akcje lub udziały przedsiębiorstwa innowacyjnego na podstawie informacji publikowanych na stronie internetowej platformy⁹.

Podstawowym wyzwaniem stojącym przed ustawodawcą było utworzenie środowiska inwestycyjnego w miarę prostego, ale równocześnie bezpiecznego, budzącego zaufanie drobnych inwestorów. Było bowiem wiele wątpliwości względem tego systemu finansowania w związku z jego ewentualną podatnością na nadużycia¹⁰. Włoski ustawodawca postanowił rozwiązać ten problem, ustalając szczegółowe wymogi, które musi spełniać podmiot prowadzący portal internetowy, oraz kolejne dotyczące już przeprowadzenia samej oferty¹¹.

⁶ Szerzej zob. A. Troisi: *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, Contratto e Impresa 2014, nr 2, s. 527, oraz E. Fregonara: *Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*, *Orizzonti del Diritto Commerciale* 2014, nr 1, s. 6, <http://rivistaodc.eu/edizioni/2014/1>.

⁷ Art. 25 ust. 2 ustawy nr 179 z dnia 18 października 2012 r. Wyjaśnieniu wymogów ustawowych przedsiębiorstwa innowacyjnego jest poświęcona część druga niniejszego opracowania.

⁸ Art. 1 ust. 5 *novies* ustawy nr 58 z dnia 24 lutego 1998 r. znanej jako „Tekst jednolity o rynku kapitałowym” (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria) w Dzienniku Ustaw (Gazzetta Ufficiale) nr 71, dodatek (Supplemento Ordinario) nr 52, z dnia 26 marca 1998 r.

⁹ Art. 100ter ustawy nr 58 z dnia 24 lutego 1998 r.

¹⁰ Szerzej zob. ESMA, Securities and Markets Stakeholder Group, *Position Paper Crowdfunding*, ESMA/2014/MSG/010 z dnia 10 kwietnia 2014 r., pkt 27, s. 4, oraz Komisja Europejska: *Crowdfunding...*, *op. cit.*, s. 44.

¹¹ W kształtowaniu tego mechanizmu włoski ustawodawca musiał również brać pod uwagę prawo Unii Europejskiej. Dyrektywa 2003/71/WE w sprawie prospektu emisyjnego, dyrektywa 2004/39/WE w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz dyrektywa 2006/48/WE w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe stanowią ramy ustawowe, w których mógł powstać ten nowy mechanizm finansowa-

1.1. PODMIOT PROWADZĄCY PORTAL INTERNETOWY

Włoskie prawo rynku kapitałowego wyszczególnia podmioty, które mogą prowadzić inwestycyjną działalność finansową¹². Do wykazu tych podmiotów, powszechnie ujmowanych jako banki i instytucje finansowe lub inwestycyjne, zostało dopisane przedsiębiorstwo prowadzące platformę internetową. Ustawodawca, tworząc nowy podmiot, nie przyznał mu jednak wyłączności w prowadzeniu omawianej działalności. Na podstawie obowiązujących przepisów¹³ prowadzić portal internetowy poświęcony społecznościowemu finansowaniu udziałowemu mogą zarówno klasyczne instytucje finansowe¹⁴, jak i podmioty nowego rodzaju. Dla tych ostatnich ustawodawca przewidział natomiast uproszczenia polegające na mniejszej liczbie wymogów (procedur i autoryzacji), które muszą one spełniać, aby rozpocząć swoją działalność¹⁵. W celu uzyskania wpisu do rejestru Consob¹⁶ jedyne warunki do spełnienia, to: a) prowadzenie działalności w formie spółki akcyjnej, komandytowo-akcyjnej, z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółdzielni¹⁷; b) posiadanie siedziby we Włoszech¹⁸; c) główny przedmiot działalności powinien polegać na prowadzeniu portalu internetowego mającego jako jedyny cel zbiórkę kapitału wysokiego ryzyka dla przedsiębiorstw innowacyjnych¹⁹; d) osoby zasiadające w organach spółki powinny spełniać wymogi wyszczególnione przez Consob polegające, między innymi, na braku wyroków skazujących i na ustalonym poziomie doświadczenia zawodowego²⁰.

Opisane złagodzenie warunków znajduje swoje uzasadnienie w kolejnej zasadzie wprowadzonej przez ustawodawcę, zgodnie z którą podmiot prowadzący platformę internetową musi współpracować z jakimś bankiem lub inną klasyczną instytucją finansową, sam nie mogąc ani przechowywać, ani dysponować środkami

nia. Pierwsze dwie dyrektywy wiążą się z obowiązkowymi elementami oferty. Ostatnia dotyczy bezpośrednio ewentualnych wymogów, które musi spełniać platforma internetowa pośrednicząca w transakcji.

¹² Art. 18 ustawy nr 58 z dnia 24 lutego 1998 r. Podmiotami, które mogą prowadzić taką działalność, są np. banki, domy maklerskie i inne podmioty pośredniczące między inwestorem a rynkiem (Società di Intermediazione Mobiliare i Società di Gestione del Risparmio) lub działające na podstawie wpisu do specjalnego rejestru w Banku Włoch (Banca d'Italia).

¹³ Zgodnie z art. 30 ustawy (Decreto Legge) nr 179 z dnia 18 października 2012 r. oraz z art. 17 rozporządzenia Consob nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r. znowelizowanego rozporządzeniem Consob nr 19520 z dnia 24 lutego 2016 r.

¹⁴ Art. 106 ustawy nr 58 z dnia 24 lutego 1998 r.

¹⁵ Szerzej na ten temat zob. Assonime (Stowarzyszenie Włoskich Spółek Akcyjnych, Associazione fra le Società Italiane per Azioni) Okólnik (Circolare) nr 11/2013 pod tytułem *L'impresa start up innovativa*, Rivista delle Società 2013, nr 4, s. 805. Mowa tutaj głównie o obowiązkach wynikających z ustawy nr 58 z 1998 r.: art. 21 o transparentności, art. 22 o oddzielnych majątkach, art. 24 o zarządzaniu portfelem, art. 25 o negocjacji na rynkach regulowanych i art. 32 o prowadzeniu działalności inwestycyjnej na odległość.

¹⁶ Szczegółowy opis specjalnej sekcji rejestru oraz procedury wpisu są zawarte w art. 4–7 rozporządzenia Consob nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r. ze zm.

¹⁷ Art. 50quinquies ust. 3 lit. a ustawy nr 58 z dnia 24 lutego 1998 r.

¹⁸ Art. 50quinquies ust. 3 lit. b ustawy nr 58 z dnia 24 lutego 1998 r.

¹⁹ Art. 50quinquies ust. 3 lit. c ustawy nr 58 z dnia 24 lutego 1998 r.

²⁰ Co do szczegółowego wykazu zob. art. 8 i 9 rozporządzenia Consob nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r. ze zm.

inwestorów²¹. Mechanizm przewiduje, że emitent akcji lub udziałów, czyli przedsiębiorstwo innowacyjne, ma zawsze obowiązek otwarcia rachunku w banku lub innej klasycznej instytucji finansowej. Tylko ta instytucja będzie odpowiedzialna za wpłacone na rachunek i powierzone jej środki do czasu zamknięcia oferty prowadzonej na portalu internetowym, ona sfinalizuje transakcję i ona ewentualnie zwróci środki, jeżeli zbiórka się nie powiedzie²². Innymi słowy, portal służy wyłącznie jako pośrednik między przedsiębiorcą, który szuka inwestorów, a drobnymi inwestorami, zaś sama transakcja zawsze musi się opierać na którejś z klasycznych instytucji finansowych²³.

Mechanizm przetwarzania zleceń został skonstruowany w sposób pozwalający platformie na wybór między samodzielnym profilowaniem inwestora i oszacowaniem zgodności jego profilu do zamierzonej inwestycji²⁴ a współpracą w tym zakresie z bankiem lub inną instytucją finansową. W pierwszym wypadku inwestor wypełnia na stronie internetowej platformy formularz mający na celu jego uświadomienie o wysokim ryzyku utraty zainwestowanych środków i weryfikację zgodności jego profilu inwestycyjnego do zamierzonej inwestycji. W drugim przypadku takie czynności jak tworzenie profilu inwestora, kontrola czy zamierzona inwestycja pasuje do profilu inwestora, jego zdolność finansowa do poniesienia ewentualnych strat czy zrozumienie ryzyka planowanej inwestycji i inne przewidziane w ustawie o rynkach kapitałowych będą spoczywać na banku lub innej instytucji finansowej²⁵. Instytucje te nie muszą jednak dokonywać tych czynności, jeżeli osoba fizyczna zainwestuje w konkretny projekt nie więcej niż 500 euro, a osoba prawna nie więcej niż 5000 euro (przy zachowaniu limitu w ogóle inwestowanych środków za pośrednictwem platform internetowych na poziomie 1000 euro dla osoby fizycznej i 10 000 euro dla osoby prawnej w skali roku)²⁶.

Na wszystkich podmiotach prowadzących platformy internetowe spoczywa szeroko rozbudowany katalog obowiązków wprowadzonych z zamiarem ochrony inwestorów nieprofesjonalnych. Muszą one działać w sposób przejrzysty, skrupulatny, poprawny, z ominięciem konfliktów interesów, które mogłyby wpłynąć negatywnie na którąkolwiek ze stron²⁷. Dalej podmiot ten musi rzetelnie powiadomić inwestorów o wszystkich informacjach dotyczących oferty, które zostały mu prze-

²¹ Art. 30 ustawy z dnia 18 października 2012 r. nr 179; szerzej zob. Assonime: *L'impresa start...*, op. cit., s. 805 i 806.

²² Szerzej w sprawie wymogów rachunku zob. art. 25 rozporządzenia Consob nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r. ze zm.

²³ Art. 17 ust. 1 i 2 rozporządzenia Consob nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r. ze zm.

²⁴ Art. 13 ust. 5bis rozporządzenia Consob nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r. ze zm.

²⁵ Art. 17 ust. 3 i 4 rozporządzenia Consob nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r. ze zm.

²⁶ Zgodnie z art. 17 ust. 3 rozporządzenia Consob nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r. ze zm. pod wskazanym progiem nie znajdują zastosowania normy zawarte w II części ustawy nr 58 z dnia 24 lutego 1998 r. o rynkach kapitałowych (normy wynikające z dyrektywy 2004/39/WE w sprawie rynków instrumentów finansowych).

²⁷ Art. 13 ust. 1 rozporządzenia Consob nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r. ze zm.

kazane przez emitenta²⁸. Informacje mają być przydatne do właściwego zrozumienia rodzaju inwestycji i ryzyka z nią związanego, przydatne do prawidłowej oceny stosunku ryzyka do możliwości finansowych inwestora, zaktualizowane i dostępne na portalu internetowym przez 12 miesięcy po zamknięciu oferty²⁹.

Nadzór nad platformami internetowymi sprawuje Consob, która może na przykład dokonywać inspekcji, żądać udzielenia informacji albo wydania dokumentów³⁰. Zostały również nałożone na platformy internetowe obowiązki informacyjne na wypadek jakichkolwiek zmian w strukturze organizacyjnej podmiotu, obowiązek doradczego i okresowego przekazywania różnego rodzaju dokumentów spółki oraz informacji o działalności portalu³¹. Ważną nowością, która zostanie dopiero wprowadzona do systemu prawnego w ramach implementacji dyrektywy 2014/65/UE (zwanej MiFID II)³², będzie wymóg posiadania przez platformy internetowe obowiązkowego ubezpieczenia z tytułu tzw. odpowiedzialności zawodowej³³.

1.2. PRZEPROWADZENIE OFERTY

Przeprowadzenie oferty inwestycyjnej w tradycyjnych okolicznościach wiąże się z obowiązkiem publikacji prospektu informacyjnego. W modelu społecznicowego finansowania udziałowego za pośrednictwem portali internetowych włoski ustawodawca zastąpił obowiązek publikacji prospektu szczegółowym wykazem informacji, które emitent i platforma internetowa muszą udzielić inwestorom³⁴.

Platforma internetowa jest zobowiązana udzielić, w sposób jasny, syntetyczny i łatwy do zrozumienia, dwa rodzaje informacji. W pierwszej kolejności te dotyczące kategorii instrumentów finansowych proponowanych przez przedsiębiorstwa innowacyjne. Po drugie szczegółowych informacji o konkretnej ofercie danego emitenta. W pierwszym przypadku inwestor zostaje poinformowany o wysokim ryzyku, które się wiąże z takimi inwestycjami, o możliwości stracenia wszystkich inwestowanych środków, o zakazie ustawowym wypłacania dywidendy przez okres dwóch lat, który obowiązuje przedsiębiorstwa innowacyjne korzystające z tej formy finansowania, o typowej zawartości businessplanu, o przysługujących inwestorowi

²⁸ Art. 13 ust. 2 rozporządzenia Consob nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r. ze zm.

²⁹ Art. 13 ust. 3 i 4 rozporządzenia Consob nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r. ze zm.

³⁰ Art. 50quinquies ust. 6 ustawy nr 58 z dnia 24 lutego 1998 r. Szerzej o nadzorze zob. Assonime: *L'impresa start...*, *op. cit.*, s. 806.

³¹ Art. 21 rozporządzenia Consob nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r. ze zm.

³² Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych.

³³ Dokument konsultacyjny Consob: *Revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line*, z dnia 3 grudnia 2015 r., s. 3, http://www.consob.it/web/consob/home/-/asset_publisher/xMXdfdeSuZFj/content/consultazione-crowdfunding-2015-06-19/10194.

³⁴ Szerzej na temat obowiązku informacyjnego zob. E. Fregonara: *Il crowdfunding...*, *op. cit.*, s. 12–14.

ulgach podatkowych³⁵ oraz prawie wycofania się z inwestycji³⁶. Dopiero po zapoznaniu się z tymi wszystkimi informacjami i po odpowiedzeniu na specjalny formularz internetowy inwestor może kontynuować procedurę inwestowania³⁷. W drugim przypadku inwestor dowiaduje się, kto jest emitentem, który bank lub instytucja finansowa jest odpowiedzialny za sfinalizowanie inwestycji, oraz na jakim rachunku znajdują się powierzone środki³⁸. Zostają przedstawione również projekt przemysłowy i businessplan, struktura organizacyjna spółki emitenta, curriculum vitae członków organu zarządu, są wytłumaczone prawa przysługujące do proponowanych do zakupu akcji lub udziałów i udzielane inne ważne dla inwestora informacje³⁹.

Na platformie internetowej spoczywa jeszcze obowiązek kontroli statutu spółki emitenta. Musi ona skontrolować, czy statut zawiera mechanizm pozwalający inwestorom na wycofanie środków na wypadek przekazania kontroli nad przedsiębiorstwem innowacyjnym podmiotom trzecim oraz postanowienie, na podstawie którego inwestorzy zostaną powiadomieni o wszelkich umowach zawartych między współnikami (tzw. *patti parasociali*), które dotyczą na przykład mechanizmów podejmowania najważniejszych decyzji przez udziałowców lub akcjonariuszy większościowych⁴⁰. Obecność tych dwóch postanowień statutowych jest warunkiem dopuszczenia oferty na platformę internetową.

Trzeba zwrócić uwagę jeszcze na kolejne elementy ochrony drobnych nieprofesjonalnych inwestorów, konsumentów, do których ten mechanizm finansowania był przeznaczony, i na środki przedsięwzięte przez Consob w tym celu. Inwestorowi przysługują prawo do odstąpienia (*recesso*) od zlecenia nabycia udziałów lub akcji w terminie siedmiu dni od dnia złożenia platformie zlecenia, bez ponoszenia dodatkowych kosztów i udzielania wytłumaczeń⁴¹, oraz prawo do odwołania (*revoca*) zlecenia, jeżeli przed terminem zamknięcia oferty zmieniły się jej istotne okoliczności lub ujawnił się błąd w udzielonych na portalu internetowym informacjach, również do wykonania w terminie siedmiu dni, tyle że licząc od dnia ujawnienia się nowych faktów, czyli nawet po zamknięciu oferty⁴². Jako warunek niezbędny do

³⁵ Zgodnie z art. 29 ustawy nr 179 z dnia 18 października 2012 r. inwestor, jeżeli przez okres dwóch lat nie sprzeda nabytych w przedsiębiorstwie innowacyjnym udziałów lub akcji, będzie mógł skorzystać z ulgi podatkowej w formie możliwości odliczenia 19% zainwestowanej kwoty od podatku od dochodów osób fizycznych lub 20% w przypadku inwestycji dokonanej przez osobę prawną.

³⁶ Art. 15 rozporządzenia Consob nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r. ze zm.

³⁷ I. Capelli: *L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*, Orizzonti del Diritto Commerciale nr 1 z 2014 r., s. 9–10, <http://rivistaodc.eu/edizioni/2014/1/temi-e-dibattiti-dattualita%C3%A0/1%E2%80%99equity-based-crowdfunding-e-i-diritti-del-socio/>.

³⁸ Art. 16 rozporządzenia Consob nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r. ze zm.

³⁹ Szczegółowy wykaz wszystkich obowiązkowych informacji jest zawarty w załączniku nr 3 do rozporządzenia Consob nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r. ze zm.

⁴⁰ Art. 24 rozporządzenia Consob nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r. ze zm.

⁴¹ Art. 13 ust. 5 rozporządzenia Consob nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r. ze zm.

⁴² Art. 25 ust. 2 rozporządzenia Consob nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r. Szerzej na temat obu tych mechanizmów zob. E. Fregonara: *Il crowdfunding...*, *op. cit.*, s. 15; M.L. Vitali: *Equity crowdfunding: la nuova frontiera*

sfinalizowania oferty przewidziano jeszcze, że 5% oferowanych udziałów lub akcji powinno zostać podpisanych przez inwestorów profesjonalnych lub inkubatory przedsiębiorczości⁴³. Wymóg ten powstał jako dodatkowa gwarancja dla drobnych inwestorów, którzy powinni byli móc skorzystać z analiz i doświadczenia profesjonalnych inwestorów. Inwestor instytucjonalny nie jest jednak zobowiązany do dokonania inwestycji przed przedstawieniem oferty szerszej publiczności, może jej dokonać już po upublicznieniu oferty, obowiązuje go tylko termin jej zamknięcia. Doktryna widzi w tym wadę i *de facto* brak zamierzonej gwarancji; w takiej sytuacji drobny inwestor, podejmując swoją decyzję, nie może bowiem skorzystać z ewentualnych analiz dokonanych przez inwestora profesjonalnego⁴⁴.

Został utworzony mechanizm o dosyć wysokim stopniu skomplikowania, mający na celu pewien poziom ochrony inwestora nieprofesjonalnego, na tak krótkim etapie rozwoju opisanego zjawiska jest jednak jeszcze za wcześnie, aby określić ten poziom jako za wysoki lub za niski. Słusznie w doktrynie zauważono, że ryzyko niepowodzenia jest z istoty wyższe w branży innowacyjnej, strukturalnie najbardziej narażonej na niepowodzenie, niż w przedsiębiorstwach zajmujących się już sprawdzonymi technologiami i które działają na znanych lub sprawdzonych rynkach⁴⁵. W tym kontekście nacisk położony na uświadomienie drobnego inwestora o cechach planowanej inwestycji i o ryzyku z nią związanym oraz o przysługujących mu prawach jest jak najbardziej uzasadniony.

2. PRZEDSIĘBIORSTWO INNOWACYJNE

Drugim elementem omawianego mechanizmu finansowania społecznościowego jest *ad hoc* utworzona i zdefiniowana figura tzw. przedsiębiorstwa innowacyjnego. Trzeba podkreślić, że nie mówimy tu o jakimś nowym typie lub podtypie spółki, na co mogłoby wyglądać, lecz jedynie o systemie ulg i uproszczeń formalnych i biurokratycznych pozwalających przedsiębiorstwom na funkcjonowanie na prostszych i uprzywilejowanych zasadach⁴⁶. Nie wszystkie przedsiębiorstwa mogą natomiast swobodnie korzystać z tych ulg, zgodnie z ustawą może zakwalifikować się

della raccolta del capitale di rischio, Rivista delle Società 2014, nr 2-3, s. 397-398; I. Capelli: *L'equity based crowdfunding...*, *op. cit.*, s. 9, <http://rivistaodc.eu/edizioni/2014/1/temi-e-dibattiti-dattualit%C3%A0/1%E2%80%99equity-based-crowdfunding-e-i-diritti-del-socio/>.

⁴³ Art. 24 ust. 2 rozporządzenia Consob nr 18592 z dnia 26 czerwca 2013 r. ze zm.

⁴⁴ A. Troisi: *Crowdfunding...*, *op. cit.*, s. 531. Szerzej w sprawie krytyki zamierzonej roli inwestora profesjonalnego, której dokonało Stowarzyszenie Księgowych Mediolanu, zob. V. D'Angerio: *Equity crowdfunding per tutti*, *Il Sole 24 Ore* z 25 marca 2014 r., http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2014-03-25/equity-crowdfunding-tutti-182613.shtml?uuid=ABNz0e5&refresh_ce=1.

⁴⁵ M.L. Vitali: *Equity crowdfunding...*, *op. cit.*, s. 377, i A. Laudonio: *La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*, *Orizzonti del Diritto Commerciale* 2014, nr 1, s. 17, <http://rivistaodc.eu/edizioni/2014/1/temi-e-dibattiti-dattualit%C3%A0/la-folla-e-l%E2%80%99impresa-prime-riflessioni-sul-crowdfunding/>.

⁴⁶ M. Iori: *S.R.L. Semplificata...*, *op. cit.*, s. 30.

jako przedsiębiorstwo innowacyjne tylko takie, które spełnia ściśle określone wymogi ustawowe.

Status przedsiębiorstwa innowacyjnego (zwanego również *start-up*) mogą uzyskać podmioty będące spółką kapitałową⁴⁷, jak również spółdzielnie prawa włoskiego i *Societas Europea* z siedzibą we Włoszech⁴⁸. Nie ma znaczenia narodowość akcjonariuszy lub udziałowców, ważne jest, aby podmiot miał siedzibę we Włoszech i nie był notowany na żadnym rynku ani wielostronnej platformie negocjacyjnej. Przedsiębiorstwo innowacyjne nie może być wynikiem łączenia, podziału spółek lub oddzielenia gałęzi przedsiębiorstwa⁴⁹, może natomiast być podmiotem nowo powstałym lub działającym nie dłużej niż od 48 miesięcy⁵⁰. Kolejno ustawodawca wymaga, aby wartość całkowita produkcji rocznej przedsiębiorstwa innowacyjnego nie przekraczała kwoty 5 milionów euro⁵¹, nie może ono wypłacać akcjonariuszom lub udziałowcom dywidendy⁵², a głównym, choć nie jedynym, przedmiotem jego działalności musi być produkcja lub komercjalizacja dóbr lub usług innowacyjnych o wysokiej wartości technologicznej⁵³. Zakaz wypłacania dywidendy rozumie się jako gwarancję dofinansowania przedsiębiorstwa na podstawie środków własnych. Dodatkowy warunek, który przedsiębiorstwo innowacyjne musi spełniać, to realizowanie jednego z trzech niżej opisanych wymogów specjalnych⁵⁴: a) utrzymanie wydatków w dziedzinie badań i rozwoju co najmniej na poziomie 15% kosztów działalności lub wartości całej produkcji (nie można do kosztów zaliczać zakupu nieruchomości)⁵⁵; b) co najmniej jedna trzecia pracowników lub współpracowników powinna posiadać doktorat, być doktorantem lub mieć tytuł magistra i trzyletnie doświadczenie naukowo-badawcze certyfikowane przez instytucję badawczą; c) przedsiębiorstwo innowacyjne powinno posiadać (wystarczy, że na podstawie licencji) prawa do własności przemysłowej, biotechnologicznej albo topografii układów scalonych, które są bezpośrednio powiązane z głównym celem prowadzonej działalności⁵⁶. W doktrynie wybór tych specjalnych wymogów został skrytykowany jako mało udany, niekoniecznie bowiem ich obecność musi świadczyć o innowacyjnym charakterze *de facto* prowadzonej działalności⁵⁷.

⁴⁷ Zwraca się uwagę, że zgodnie z włoskim prawem spółkami kapitałowymi są: spółka akcyjna, spółka z ograniczoną odpowiedzialnością i spółka komandytowo-akcyjna.

⁴⁸ Art. 25 ust. 2 ustawy nr 179 z dnia 18 października 2012 r.

⁴⁹ Art. 25 ust. 2 lit. g ustawy nr 179 z dnia 18 października 2012 r.

⁵⁰ Art. 25 ust. 2 lit. b ustawy nr 179 z dnia 18 października 2012 r.

⁵¹ Art. 25 ust. 2 lit. d ustawy nr 179 z dnia 18 października 2012 r.

⁵² Art. 25 ust. 2 lit. e ustawy nr 179 z dnia 18 października 2012 r.

⁵³ Art. 25 ust. 2 lit. f ustawy nr 179 z dnia 18 października 2012 r.

⁵⁴ Art. 25 ust. 2 lit. h ustawy nr 179 z dnia 18 października 2012 r.

⁵⁵ Wybór jednego lub drugiego odnośnika jest uzależniony od ich wysokości; w praktyce trzeba się będzie odnieść do tego z nich, który wskazuje na wyższą wartość.

⁵⁶ Szerzej na temat tych warunków zob. M. Iori: *S.R.L. Semplificata...*, *op. cit.*, s. 30–31.

⁵⁷ A. Laudonio: *La folla...*, *op. cit.*, s. 18 i 19.

Przedsiębiorstwo spełniające wyżej wskazane warunki może się ubiegać, na zasadzie oświadczenia złożonego przez organ zarządu, o wpis do specjalnej sekcji w Rejestrze Przedsiębiorców⁵⁸. Istotną rolę odgrywa tutaj element czasowy, przedsiębiorstwo może być przedsiębiorstwem innowacyjnym maksymalnie przez okres czterech lat od chwili wpisu do specjalnej sekcji Rejestru Przedsiębiorców⁵⁹. Uzyskanie wpisu nie jest jednak gwarancją zachowania statusu przedsiębiorstwa innowacyjnego przez cztery lata. Chcąc zachować ten status, a więc korzystać z ulg i uproszczeń (polegających np. na zwolnieniu z rejestrowych opłat skarbowych, uprzywilejowanym dostępie do funduszy państwowych lub odstępstwie od zasad kodeksu pracy⁶⁰), wyżej opisane warunki muszą być spełniane przez cały okres czterech lat od chwili wpisania do specjalnej sekcji Rejestru Przedsiębiorców, a informacje o wywiązywaniu się ze wszystkich wymagań i o szczegółach prowadzonej działalności⁶¹ muszą być przekazywane do podmiotu prowadzącego Rejestr co sześć miesięcy⁶².

Do kategorii przedsiębiorstw innowacyjnych, które mogą korzystać z mechanizmu społecznościowego finansowania udziałowego za pośrednictwem portali internetowych, dzisiaj może się również zaliczyć „turystyczne przedsiębiorstwo innowacyjne”⁶³, które zajmuje się promocją sektora włoskiej turystyki za pośrednictwem najnowszych technologii⁶⁴, „małe i średnie przedsiębiorstwo innowacyjne”⁶⁵ oraz inne spółki kapitałowe, które za główny przedmiot swojej działalności mają inwestowanie zarządzanych środków w przedsiębiorstwa innowacyjne⁶⁶.

⁵⁸ Szerzej w sprawie sekcji Rejestru Przedsiębiorców oraz procedurze wpisu zob. art. 25 ust. 6–12 ustawy nr 179 z dnia 18 października 2012 r.

⁵⁹ Art. 25 ust. 3 ustawy nr 179 z dnia 18 października 2012 r. M. Iori: *S.R.L. Semplificata...*, *op. cit.*, s. 31.

⁶⁰ Co do obszernego opisu ulg i uproszczeń, o których tutaj wspomniano, z powodu obszerności tematu wychodzącego jednak poza ramy niniejszego opracowania, odsyła się do ustawy wprowadzającej przedsiębiorstwa innowacyjne nr 179 z dnia 18 października 2012 r., do specjalnego dodatku do dziennika „Il Sole 24 Ore” z dnia 23 kwietnia 2014 r. pod tytułem *Le start up innovative*, s. 6 i 7, i do doktryny, np. M. Iori: *S.R.L. Semplificata...*, *op. cit.*, s. 37–43, oraz E. Pucci: *I 9 vantaggi delle start-up innovative: il D.L. “Crescita 2.0”*, *Diritto 24, Il Sole 24 Ore* z 22 października 2012 r., http://www.diritto24.ilsole24ore.com/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2012/10/i-9-vantaggi-delle-start-up-innovative.php?refresh_ce=1.

⁶¹ Art. 25 ust. 1 lit. a ustawy nr 179 z dnia 18 października 2012 r.

⁶² Art. 25 ust. 14 ustawy nr 179 z dnia 18 października 2012 r.

⁶³ Zgodnie z art. 11bis ustawy (Decreto legge) nr 83 z dnia 31 maja 2014 r. w *Dzienniku Ustaw* nr 125 z dnia 31 maja 2014 r.

⁶⁴ Szerzej zob. A. Foti i in.: *Start up innovative: estesi i benefici anche alle imprese che intendono promuovere l'offerta turistica nazionale*, *Diritto 24, Il Sole 24 Ore*, z 1 sierpnia 2014 r., <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2014-08-01/start-innovative-estesi-benefici-123720.php>.

⁶⁵ Zgodnie z art. 4 ustawy (Decreto legge) nr 3 z dnia 24 stycznia 2015 r. (w *Dzienniku Ustaw* nr 19 z dnia 24 stycznia 2015 r.) definicja przyjęta przez włoskiego ustawodawcę stosuje do małego i średniego przedsiębiorstwa, jak zostało ono ujęte w zaleceniu Komisji Europejskiej 2003/361/CE, wymogi wprowadzone dla przedsiębiorstwa innowacyjnego (*start-up*) już opisane, tyle że z pewnymi dopasowaniami, w związku z czym co do szczegółowych warunków odsyła się do treści tutaj wskazanej ustawy.

⁶⁶ Zgodnie z art. 1 ust. 2 lit. e i f dekretu Ministra Gospodarki i Finansów z dnia 30 stycznia 2014 r. Najważniejszym wśród tych podmiotów jest „organizm wspólnego inwestowania oszczędności” (*Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio*) zdefiniowany w art. 1 ust. 1 lit. k ustawy nr 58 z dnia 24 lutego 1998 r. jako orga-

2.1. WYJĄTKI OD ZASAD PRAWA UPADŁOŚCIOWEGO I PRAWA SPÓŁEK

Posiadanie statusu przedsiębiorstwa innowacyjnego lub inwestującego w przedsiębiorstwa innowacyjne jest podstawowym warunkiem możliwości korzystania z mechanizmu społecznoścowego finansowania udziałowego za pośrednictwem platform internetowych. Status ten pozwala jednak również na korzystanie z innych form uprzywilejowania, którymi są wyjątki od zasad obowiązującego prawa upadłościowego i prawa spółek⁶⁷.

Chcąc wesprzeć przedsiębiorstwa innowacyjne w trudnych chwilach ich działalności, ustawodawca wprowadził zasadę⁶⁸, zgodnie z którą nie znajduje zastosowania w ich przypadku prawo upadłościowe⁶⁹, lecz ustawa o nadmiernym zadłużeniu⁷⁰. Wierzyciele nie mogą wystąpić do sądu z wnioskiem o upadłość, mogą natomiast sporządzić razem z dłużnikiem (przedsiębiorstwem innowacyjnym) plan spłaty długu, ustalić ewentualnie gwarancje, które zostaną im udzielone, oraz sposób likwidacji. Wyjątek ten obowiązuje przez cały okres posiadania statusu przedsiębiorstwa innowacyjnego, czyli przez cztery lata, chyba że przedsiębiorstwo przestanie wcześniej spełniać jeden z wyżej opisanych warunków i straci ten status⁷¹. Dalej, na wypadek wystąpienia strat finansowych w działalności, zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa spółek taka sytuacja wiąże się z koniecznością obniżenia kapitału zakładowego spółki lub jej przekształcenia⁷². Kiedy przedsięwzięcie innowacyjne oznacza podwyższone ryzyko, przedsiębiorca jest bardziej narażony na straty, zwłaszcza w początkowej fazie działalności, te zaś, na podstawie takiego mechanizmu, mogłyby doprowadzić do zakończenia jego działalności⁷³. W tutaj opisanej sytuacji uprzywilejowanie podmiotu innowacyjnego polega na możliwości przezeń odroczenia wyżej wskazanych decyzji⁷⁴. Słusznie zauważono w doktrynie, że mamy bardzo istotny ułkon ustawodawcy w kierunku zaspokojenia potrzeb finansowych przedsiębiorstwa innowacyjnego, jest to forma wyraźnego uprzywilejowania współników (czyli też tych drobnych inwestorów, którzy zainwestowali w podmiot innowacyjny za pośrednictwem portalu internetowego) kosztem wierzycieli spółki⁷⁵.

nizm wspólnego zarządzania oszczędnościami, którego kapitał jest zbierany na podstawie emisji akcji albo udziałów i zarządzany w interesie inwestorów oraz inwestowany w instrumenty finansowe.

⁶⁷ Zwraca się uwagę, że we włoskim porządku prawnym regulacja prawa spółek znajduje się, choć nie jedynie, w księdze V tytule V kodeksu cywilnego z 1942 r.

⁶⁸ Art. 31 ust. 1 ustawy nr 179 z dnia 18 października 2012 r.

⁶⁹ Ustawa nr 267 z dnia 16 marca 1942 r. ze zm. w Dzienniku Ustaw nr 81 z dnia 6 kwietnia 1942 r.

⁷⁰ Ustawa nr 3 z dnia 27 stycznia 2012 r. w Dzienniku Ustaw nr 24 z dnia 30 stycznia 2012 r.

⁷¹ Art. 31 ust. 4 ustawy nr 179 z dnia 18 października 2012 r.

⁷² Art. 2446 ust. 2, art. 2447, art. 2482bis i art. 2483ter wł. k.c.

⁷³ M. Iori: *S.R.L. Semplificata...*, *op. cit.*, s. 35, i Assonime: *L'impresa start...*, *op. cit.*, s. 788 i 789.

⁷⁴ Szerzej co do szczegółowego mechanizmu zob. art. 26 ust. 1 ustawy nr 179 z dnia 18 października 2012 r.

⁷⁵ I. Capelli: *L'equity based crowdfunding...*, *op. cit.*, s. 5.

2.2. WYJĄTKI OD REGULACJI SPÓŁKI Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ

Wydaje się, że wśród wszystkich przewidzianych form prawnych prowadzenia przedsiębiorstwa innowacyjnego tą preferowaną przez ustawodawcę jest figura spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Wniosek taki płynie w głównej mierze ze specjalnej regulacji przewidzianej przez ustawodawcę na wypadek wyboru właśnie tej formy spółki⁷⁶.

Zasada wyrazistego podziału między figurami spółki akcyjnej i spółki z ograniczoną odpowiedzialnością została naruszona przez utworzenie dla przedsiębiorstwa innowacyjnego w formie spółki z o.o. możliwości zastosowania mechanizmów pierwotnie wprowadzonych i zarezerwowanych wyłącznie dla spółki akcyjnej. Na wzór spółki akcyjnej, spółka z o.o. może tworzyć udziały różniące się przysługującymi prawami⁷⁷, z przedmiotowo ograniczonym prawem głosu lub nieproporcjonalnym do wniesionego wkładu, jak i w ogóle pozbawione prawa głosu (tzw. udziały nieme)⁷⁸. Rozwiązania te dają możliwość stworzenia modelu, według którego własność i kontrola nad spółką zostają w rękach wspólników wynalazców, a inwestorom społecznościowym przysługują na przykład specjalne prawa majątkowe⁷⁹. O konkretnych prawach związanych z nabywanymi udziałami inwestorzy społecznościowi mogą się dowiedzieć ze statutu spółki, który obowiązkowo musi się znajdować na stronie internetowej platformy pośredniczącej w inwestycji. W dalszej kolejności został zniesiony zakaz dokonywania operacji na własnych udziałach⁸⁰ i przyznana możliwość utworzenia instrumentów finansowych na zasadach przyjętych w spółce akcyjnej⁸¹. Najważniejszym wyjątkiem jest dopuszczenie oferty publicznej udziałów spółki z o.o. adresowanej do szerokiej rzeszy inwestorów, choć wyłącznie za pośrednictwem platformy internetowej. Udziały mogą w tym przypadku być proponowane drobnym inwestorom w drodze oferty pierwotnej, ale nie mogą (jest to zakaz bezwzględny) podlegać obrotowi na jakimkolwiek rynku regulowanym lub wielostronnej platformie negocjacyjnej⁸². Zbycie takich udziałów podlega formie pisemnej z podpisami notarialnie poświadczonymi i opłacie skarbowej lub rejestrowej, które mogą mieć duży wpływ na wartość zbywanego udzia-

⁷⁶ G.F. Talamanca: *Sull'equity crowdfunding restano ancora ambiguità*, Il Sole 24 Ore z 5 maja 2014 r., s. 27, <http://www.istitutogovernosocietario.eu/sull-equity-crowdfunding-restano-ancora-ambiguit%C3%A0>.

⁷⁷ Art. 26 ust. 2 ustawy nr 179 z dnia 18 października 2012 r. wprowadza wyjątek od art. 2468 ust. 2 i 3 wł. k.c. o zakazie dyskryminacji wspólnika za pośrednictwem różnych kategorii udziałów.

⁷⁸ Art. 26 ust. 3 ustawy nr 179 z dnia 18 października 2012 r. wprowadza wyjątek od art. 2479 ust. 5 wł. k.c. o zakazie tworzenia udziałów pozbawionych prawa głosu.

⁷⁹ I. Capelli: *L'equity based crowdfunding...*, *op. cit.*, s. 7.

⁸⁰ Art. 26 ust. 6 ustawy nr 179 z dnia 18 października 2012 r. wprowadza wyjątek od art. 2474 wł. k.c. o zakazie dokonywania operacji na własnych udziałach.

⁸¹ Art. 26 ust. 7 ustawy nr 179 z dnia 18 października 2012 r. wprowadza wyjątek od art. 2446 ust. 2, art. 2482bis ust. 4, art. 2447 i art. 2482ter wł. k.c.

⁸² Szerzej na ten temat zob. Assonime: *L'impresa start...*, *op. cit.*, s. 781.

łu⁸³. Innymi słovyi, mamy udziały, które posiadają cechy akcji, tyle że są wykluczone z volnego obrotu typovego dla akcji, są więc one pozbawione możliwości szybkiego spieniężenia; na dodatek istnieje również zachęta podatkova do przechovwania nabytych udziałów przez dwa lata⁸⁴.

Sytuacja w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością się komplikuje, jeżeli weźmiemy pod uwagę daleko idące prawa wspólników do kontroli i inspekcji ksiąg oraz pozywania dyrektorów lub innych wspólników⁸⁵. Co do tych praw ustawovdawca nie przewidział żadnej interwencji, więc można sobie wyobrazić sytuację, w której wspólnicy społecznościovie spółki z o.o. nie mają prawa głosu, ale posiadają bardzo wnikliwe prawa kontroli i inspekcji oraz specjalne prawa majątkove⁸⁶. Problem relacji agencyjnej przedstawia się krytycznie w przedsiębiorstwie innowacyjnym w formie spółki z o.o., ujawniając najpovważniejsze wątpliwości co do zastosovowanych rozwiązań. W doktrynie zwrócono słuszenie uwagę, że w przedsiębiorstwie innowacyjnym w formie spółki z o.o. pojawiła się nowa kategoria wspólników, która istotnie zmienia układ stosunków wewnętrzných⁸⁷.

Wszystkie wyjątki od oboviązującego prawa do tej pory opisane są tylko na czas określony, przysługują bowiem wyłącznie przez okres czterech lat. Po upływie tego czasu wykluczenie stosovania prawa upadłościovego i odroczenie obniżenia kapitału zakładovego spółki lub jej przekształcenia na wypadek strat finansovych w działalnoci nie będą mogły być dalej stosovane. W doktrynie występują natomiast wątpliwości odnośnie do tego, co się stanie ze specjalnymi prawami przysługującymi nabywcom udziałów przedsiębiorstwa innowacyjnego w formie spółki z o.o.; ustawovdawca nie przewidział niczego w tej sytuacji, można więc wnioskować, że kwestia pozostaje w gestii regulacji ewentualnie zawartej w statucie spółki⁸⁸.

We współczesnych realiach gospodarczych społecznościovie finansowanie udziałovie jest jak najbardziej uzasadnionym mechanizmem, jednak tak daleko idąca ingerencja w strukturę modelu spółki z o.o. i w układ interesów jej wspólników wydaje się przesadą⁸⁹. Słuszenie w doktrynie podniesiono, że bardziej do nowego mechanizmu finansovania pasował model spółki akcyjnej⁹⁰.

⁸³ G.F. Talamanca: *Sull'equity crowdfunding...*, *op. cit.*, s. 27.

⁸⁴ W sprawie ulg podatkovych szerzej zob. art. 29 ustawy nr 179 z dnia 18 października 2012 r.

⁸⁵ Art. 2476 ust. 3, art. 2479 i art. 2479ter wł. k.c.

⁸⁶ G.F. Talamanca: *Sull'equity crowdfunding...*, *op. cit.*, s. 27; na temat prawa głosu i prawa kontroli przysługującym wspólnikovi spółki z o.o. zob. P. Montalenti: *The New Italian Corporate Law: an Outline*, *European Company and Financial Law Review* 2004, nr 3, s. 368–378.

⁸⁷ I. Capelli: *L'equity based crowdfunding...*, *op. cit.*, s. 15.

⁸⁸ Assonime: *L'impresa start...*, *op. cit.*, s. 778, oraz I. Capelli: *L'equity based crowdfunding...*, *op. cit.*, s. 16.

⁸⁹ M. Bignami: *Start up „innovativa”*: *le deroghe alla disciplina delle s.r.l.*, *Diritto 24*, *Il Sole 24 Ore*, z maja 2013 r., http://www.diritto24.ilsole24ore.com/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2013/05/start-up-innovativa-le-deroghe-alla-disciplina-delle-societa-a-responsabilita-limitata.php?refresh_ce=1; natomiast o istocie pewności mechanizmów nadzoru korporacyjnego zob. G. Visentini: *Le filosofie della societá per azioni e l'esperienza italiana*, *Giurisprudenza Commerciale* 2015, nr 5, s. 757.

⁹⁰ G.F. Talamanca: *Sull'equity crowdfunding...*, *op. cit.*, s. 27.

WNIOSKI

Obraz, który się wyłania z opisanego mechanizmu finansowania, wskazuje na dosyć skomplikowaną układankę, której kluczem jest niestabilna jeszcze równowaga między interesami i prawami różnych stron biorących udział w tym modelu. I tak mechanizm finansowania musi być prosty i szybki, ale musi zapewniać minimum informacji i praw oraz gwarancji co do pośrednika i samej oferty. W dalszej kolejności, z jednej strony, mamy konieczność finansowania podmiotu innowacyjnego w sposób stabilny przez określony czas przy wykorzystaniu nowego źródła, drobnego inwestora, ale z drugiej strony mamy równocześnie konieczność jego właściwego i skutecznego poinformowania i ochrony przed nadużyciami lub stratami finansowymi.

Z punktu widzenia praktycznego funkcjonowania przyjętych rozwiązań w świetle wyników, o których donoszą pierwsze opublikowane dane⁹¹, wynika, że tak skonstruowany mechanizm społecznościowego finansowania nie zachęcił drobnych inwestorów do inwestowania zgodnie z założeniami ustawodawcy⁹². Okazało się natomiast, że został on opanowany przez tzw. *club deal*, czyli grupy tzw. aniołów biznesu (*business angels*) i inwestorów profesjonalnych rodzaju *private equity*, które są lepiej przygotowane do oceny i do poniesienia ryzyka inwestycji w rozwijające się przedsiębiorstwa innowacyjne⁹³.

Zważając na przedstawiony tutaj obraz, jest się zdania, że z mechanizmu wprowadzonego do włoskiego porządku prawnego najciekawiej wyglądają rozwiązania zastosowane do regulacji platform internetowych i samej oferty. Co do drugiej części tego mechanizmu, wybór podmiotów innowacyjnych lub inwestujących w przedsiębiorstwa innowacyjne, jako wyłącznych adresatów finansowania społecznościowego, nie jest trafiony z powodu wysokiego ryzyka z nimi strukturalnie związanego⁹⁴, a dodatkowe preferowanie przedsiębiorstwa innowacyjnego w formie spółki z o.o. i wprowadzenie głębokich zmian prawa spółek z tym związanych wydają się wątpliwe.

⁹¹ W sprawie aktualnych danych statystycznych omawianego zjawiska szerzej zob. Osservatorio sull'Equity Crowdfunding Politechniki w Mediolanie, <http://www.osservatoriocrowdfunding.it/>.

⁹² S. Carbone, F. Fiamma, T. Marcelli, V. Mirra, D. Zaottini: *La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'equity crowdfunding*, Discussion Papers Consob nr 6 z kwietnia 2016 r., s. 60; autorzy badania nad zjawiskiem społecznościowego finansowania udziałowego za pośrednictwem portali internetowych sugerują, że za brakiem zainteresowania drobnych inwestorów może się kryć uwarunkowanie kulturowe.

⁹³ *Ibidem*, s. 61.

⁹⁴ M.L. Vitali: *Equity crowdfunding...*, *op. cit.*, s. 377.

BIBLIOGRAFIA

- Associazione fra le Società Italiane per Azioni ASSONIME, Okólnik (*Circolare*) nr 11/2013 pod tytułem *L'impresa start up innovativa*, Rivista delle Società 2013, nr 4, s. 776–836.
- Bignami M.: *Start up „innovativa”: le deroghe alla disciplina delle s.r.l.*, Diritto 24, Il Sole 24 Ore, z maja 2013 r., http://www.diritto24.ilsole24ore.com/avvocato-Affari/mercatiImpresa/2013/05/start-up-innovativa-le-deroghe-alla-disciplina-delle-societa-a-responsabilita-limitata.php?refresh_ce=1.
- Capelli I.: *L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*, Orizzonti del Diritto Commerciale nr 1 z 2014 r., <http://rivistaodc.eu/edizioni/2014/1/temi-e-dibattiti-dattualit%C3%A0/1%E2%80%99equity-based-crowdfunding-e-i-diritti-del-socio/>.
- Carbone S., Fiamma F., Marcelli T., Mirra V., Zaottini D.: *La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'equity crowdfunding*, Discussion Papers Consob z kwietnia 2016 r., nr 6, <http://www.consob.it/web/area-pubblica/dp6>.
- Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, *Revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line*, z dnia 3 grudnia 2015 r., http://www.consob.it/web/consob/home/-/asset_publisher/xMXdfdeSuZFj/content/consultazione-crowdfunding-2015-06-19/10194.
- D'Angerio V.: *Equity crowdfunding per tutti*, Il Sole 24 Ore z dnia 25 marca 2014 r., http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2014-03-25/equity-crowdfunding-tutti-182613.shtml?uuid=ABNz0e5&refresh_ce=1.
- ESMA, Securities and Markets Stakeholder Group, *Position Paper Crowdfunding*, ESMA/2014/SMSG/010 z dnia 10 kwietnia 2014 r.
- Europejski Bank Centralny: *The Euro Area Bank Lending Survey*, January 2013, http://www.ecb.int/stats/pdf/blssurvey_201301.pdf?793ee2625e37f5ee7a179587311627004.
- Foti A. i in.: *Start up innovative: estesi i benefici anche alle imprese che intendono promuovere l'offerta turistica nazionale*, Diritto 24, Il Sole 24 Ore, z dnia 1 sierpnia 2014 r., <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2014-08-01/start-innovative-estesi-benefici-123720.php>.
- Fregonara E.: *Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*, Orizzonti del Diritto Commerciale nr 1 z 2014 r., <http://rivistaodc.eu/edizioni/2014/1>.
- Hanks S.: *Online capital-raising by small companies in the USA after the JOBS Act compared to the same process in the European Union*, Capital Markets Law Journal 2013, vol. 8, nr 3, s. 261–282.
- Iori M.: *S.R.L. Semplificata e a Capitale Ridotto*, Sistema Frizzera 24, Gruppo 24 Ore, 2012.

- Komisja Europejska: *Crowdfunding: Mapping EU markets and events study* z dnia 30 września 2015 r., http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/20150930-crowdfunding-study_en.pdf.
- Laudonio A.: *La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*, *Orizzonti del Diritto Commerciale* 2014, nr 1, <http://rivistaodc.eu/edizioni/2014/1/temi-e-dibattiti-dattualit%C3%A0/la-folla-e-l%E2%80%99impresa-prime-riflessioni-sul-crowdfunding/>.
- Montalenti P.: *The New Italian Corporate Law: an Outline*, *European Company and Financial Law Review* 2004, nr 3, s. 368–378.
- Pucci E.: *I 9 vantaggi delle start-up innovative: il D.L. "Crescita 2.0"*, *Diritto* 24, *Il Sole 24 Ore* z dnia 22 października 2012 r., http://www.diritto24.ilsole24ore.com/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2012/10/i-9-vantaggi-delle-start-up-innovative.php?refresh_ce=1.
- Talamanca G.F.: *Sull'equity crowdfunding restano ancora ambiguità*, *Il Sole 24 Ore* z dnia 5 maja 2014 r., s. 27, <http://www.istitutogovernosocietario.eu/sull-equity-crowdfunding-restano-ancora-ambiguit%C3%A0>.
- Troisi A.: *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, *Contratto e Impresa* 2014, nr 2, s. 519–534.
- Visentini G.: *Le filosofie della società per azioni e l'esperienza italiana*, *Giurisprudenza Commerciale* 2015, nr 5, s. 751–778.
- Vitali M.L.: *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, *Rivista delle Società* 2014, nr 2–3, s. 371–402.
- Il Sole 24 Ore*: *Gli effetti del bazooka / Scommessa sulla ripresa del credito*, http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2015-01-22/gli-effetti-bazooka-scommessa-ripresa-credito-221622.shtml?uid=ABE2ZeiC&nml=2707#navigation&refresh_ce=1.
- Specjalny dodatek do dziennika „*Il Sole 24 Ore*” z dnia 23 kwietnia 2014 r. pod tytułem *Le start up innovative*.

PAWEŁ LAURETI VIGNOLO GAŁKOWSKI

THE ITALIAN REGULATION OF EQUITY CROWDFUNDING OF INNOVATIVE START-UPS

S u m m a r y

The purpose of this article is to outline the new Italian rules on equity crowdfunding of innovative start-ups through internet platforms. In the first part of the article the author explains the requirements the internet platforms have to comply with that are followed by

the rules on the public offering. In the second part, criteria defining the innovative start-ups are shown and exceptions to company law exposed, in particular with regard to the limited liability company. Finally the article discusses the reasons why the solutions chosen by the Italian legislator for regulating the equity crowdfunding of innovative start-ups seem hitherto to have partly missed the aim.