

Equity crowdfunding in salsa tricolore

Considerazioni dopo le prime applicazioni del Regolamento Consob

“Wej-ji” è l'ideogramma cinese del termine crisi ed è composto dall'unione di due differenti sotto-ideogrammi: pericolo e opportunità. Il significato di questo termine racchiude perfettamente ciò che rappresentano le crisi, da sempre minacce allo status quo e al tempo stesso occasioni di trasformazioni epocali. La crisi economica nella quale siamo immersi dal 2008 può rivelarsi anch'essa un'opportunità. La stretta del credito – una delle conseguenze della crisi che più direttamente colpisce migliaia di imprese –, unita al proliferare delle piattaforme social e del web 2.0 hanno infatti portato in questi anni alla nascita di un nuovo strumento di finanziamento alternativo dal basso: il crowdfunding. Questo strumento si basa su un processo di raccolta fondi realizzato su piattaforme web attraverso cui vengono premiati i progetti imprenditoriali, le iniziative o i prodotti

più validi e interessanti. La bontà delle proposte viene stabilita dal pubblico che, in questo caso, ricopre il doppio ruolo di finanziatore e potenziale consumatore di quello stesso prodotto/servizio attraverso il versamento di micro-finanziamenti. Nel lanciare una campagna di crowdfunding i promotori/imprenditori fissano una cifra target e una data di scadenza. Una campagna può considerarsi di successo nel momento in cui, attraverso la raccolta fondi, raggiunge la cifra target nel rispetto dei termini prefissati. In tal caso l'idea imprenditoriale passa alla fase di sviluppo. In caso di fallimento della campagna il progetto decade e i finanziatori vengono rimborsati. Mentre però a livello internazionale sono numerosi i player di successo – Kickstarter e Indiegogo su tutti – in grado di attirare finanziatori ben oltre i confini dello stato di ideazione del progetto, in Italia – nonostante sia il primo paese a essersi dotato di una efficace,

Umberto Piattelli



Avvocato, partner dello studio legale Osborne Clarke. Ha maturato una significativa esperienza in primari studi internazionali, operando nell'ambito del diritto societario e finanziario. Dal 2012, in Osborne Clarke, ricopre il ruolo di responsabile del settore Financial Services in Italia.

DIFFICOLTÀ

TEMPO



AVANZATO



20 MINUTI

Stefano Venturi



Amministratore delegato del gruppo Hp in Italia dal 2011 e corporate VP Hewlett-Packard Inc, è anche vicepresidente di Assolombarda. Formatosi in Olivetti dal 1979 al 1984, poi in Hp fino al 1991, in seguito ha ricoperto il ruolo di country manager di Wise Technology Itlau, managing director Emea South in Sun microsystems, AD di Cisco Italia per 15 anni e poi VP Europe per il public sector.

Mentre a livello internazionale sono numerosi i player di successo come Kickstarter e Indiegogo, in Italia l'equity crowdfunding si scontra ancora con molte resistenze

anche se migliorabile, normativa in materia (Regolamento Consob n.18592 attuativo della Legge 221/2012) – l'equity crowdfunding si scontra con numerose resistenze. Il vantaggio competitivo acquisito dall'Italia sul piano legislativo rischia, perciò, di venire vanificato dal ritardo nella creazione di un vero e proprio mercato in grado di attrarre investimenti diretti esteri nel nostro paese. Siccome, a tendere, le banche saranno sempre meno disponibili a erogare finanziamenti, diventano indispensabili dei canali alternativi di raccolta di denaro: il crowdfunding può diventare un valido strumento di finanziamento alternativo per gli imprenditori italiani, oltre a rappresentare un mercato nuovo per chi ha disponibilità a investire ed è interessato a diversificare il proprio portafoglio investimenti.

Assolombarda, l'associazione delle imprese industriali dell'area milanese – la più rappresentativa di tutto il sistema Confindustria –, nel dicembre 2013 ha lanciato il piano strategico "Far Volare Milano", piano composto da '50 progetti per rilanciare le imprese e il territorio'. Fra questi c'è "Crowdfunding Lombardia", un progetto attraverso il quale Assolombarda punta a promuovere la reale attivazione del crowdfunding in Italia, facendo della Lombardia

il modello di riferimento della sua attuazione. Un'attenzione particolare è rivolta da Assolombarda alle nuove imprenditorialità e alle startup, al fine di aiutarle a sviluppare e diffondere la propria idea imprenditoriale e reperire i fondi necessari per crescere e innovare, in un periodo storico nel quale l'accesso al credito è sempre più difficile e l'indebitamento delle imprese italiane con il sistema bancario nettamente superiore alla media europea. Oltre a cercare di fare sistema sul territorio e diffondere la cultura del crowdfunding, non solo attraverso incontri informativi e convegni, ma aiutando le imprese a presentare la propria idea progettuale presso banche e terzi finanziatori, l'associazione industriale ha costituito un advisory board composto da personalità di spicco. Il gruppo ha individuato le criticità dello strumento e dato vita a un position paper di modifica normativa come di seguito presentato.

A questo punto proviamo ad analizzare cosa è successo a quasi un anno dall'entrata in vigore del Regolamento Consob n. 18592 che ha dato esecuzione alla Legge 221/2012. Sono nati, alla fine dello scorso anno, i primi gestori di piattaforme di equity crowdfunding suddivisi tra gestori di diritto, ovvero le imprese di investimento e le banche autorizzate ai relativi servizi di investimento, che, non essendo soggetti ad alcuna istruttoria da parte dell'autorità di vigilanza, possono cominciare a operare semplicemente a seguito della preventiva comunicazione a Consob di inizio dell'attività e i gestori di portali professionali.

Per questi ultimi è invece prevista una procedura istruttoria nel corso della quale l'autorità di vigilanza verificherà l'esistenza dei requisiti e delle condizioni richieste per l'iscrizione nel portale dei registri della durata di 60 giorni.

Il regolamento ha inoltre chiarito che il gestore di diritto è l'unico soggetto abilitato a procedere alla raccolta degli ordini, delle sottoscrizioni e dei capitali versati dagli investitori per partecipare ad una offerta; il gestore professionale infatti, potrà svolgere tali attività, esclusi-

sivamente tramite una banca o un'impresa di investimento, ma non direttamente.

Sappiamo che il Regolamento Consob è stato adottato con l'intento di bilanciare la disciplina di favore prevista per i gestori dei portali con quella vigente e applicabile ai gestori di diritto, che operano in qualità di intermediari autorizzati, e con l'obiettivo di tutelare gli investitori dal rischio di comportamenti opportunistici e conseguenti alla carenza di informazioni relative all'investimento.

Dare un giudizio globale sul regolamento non è facile perché si tratta del primo regolamento adottato da un'autorità di vigilanza al mondo e quindi non ancora confrontabile con norme analoghe; la scelta della Consob è stata quindi quella di disciplinare la materia e l'operato dei gestori dei portali online, in maniera analoga a quanto previsto per i soggetti che svolgono servizi e attività di investimento

Nel frattempo le prime offerte promosse sia da gestori di diritto che da gestori professionali hanno evidenziato quali possono essere le criticità del sistema e quali i punti di forza. Va detto che questo modello di raccolta ha rivelato immediatamente la sua duttilità, consentendo di promuovere raccolte che hanno visto la prima emissione di categorie di quote (che nel caso Diaman

EQUITY CROWDFUNDING

Il termine crowdfunding indica il processo con cui più persone conferiscono somme di denaro, anche di modesta entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti internet ("piattaforme" o "portali") e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa.

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

Il regolamento ha chiarito che il gestore di diritto è l'unico soggetto abilitato a procedere alla raccolta degli ordini, delle sottoscrizioni e dei capitali versati dagli investitori per partecipare all'offerta

Tech Srl, la prima start-up finanziata con questo strumento, sono state create in maniera simile alla categoria delle azioni privilegiate) e raccolte che hanno invece consentito la sottoscrizione di quote con i medesimi diritti per tutti i soci.

D'altro canto è altresì emersa la difficoltà della gestione del rapporto tra gestore del portale e l'investitore per fare in modo che l'investimento avvenga nel pieno rispetto di tutte le norme applicabili (Regolamento Consob, normativa sull'antiriciclaggio e rispetto della regolamentazione MiFid), che ha generato inizialmente notevoli ritardi nel completamento del processo di sottoscrizione delle quote offerte dalla società emittente.

Ci sono tuttavia alcune criticità che, a onore del vero, erano state immediatamente individuate dopo l'entrata in vigore della Legge 221 e del Regolamento Consob, e che sembrano trovare riscontro obbiettivo nella situazione che si è venuta a creare dopo il lancio delle prime campagne.

A oggi due delle quattro piattaforme autorizzate non hanno ancora cominciato a operare, nonostante abbiano ottenuto l'autorizzazione a operare da

qualche mese; il principale problema sembra quindi essere quello di reperire società che abbiano le caratteristiche richieste dalla norma per promuovere offerte sui portali di equity crowdfunding, quindi startup innovative o a vocazione sociale (ad oggi tali società sono circa 2.000) e che abbiano però anche le giuste peculiarità per risultare interessanti per gli investitori.

In pratica la scelta avviene in un contesto numerico molto ridotto, se si pensa che in Italia solo nel 2013 sono nate oltre 380.000 nuove società (dato tratto da Infocamere, Movimprese 2013); è evidente come la restrizione che consente alle sole startup innovative di accedere all'equity crowdfunding (che non trova riscontro in nessuna delle altre giurisdizioni che stanno disciplinando l'equity e/o il lending crowdfunding come Stati Uniti, Inghilterra e Francia), impedisca a molte altre società di proporre la propria idea al mercato degli investitori, per effetto della scelta compiuta a monte dal legislatore.

Appare quindi assolutamente necessario un intervento sulla normativa esistente che sia finalizzato ad eliminare questa limitazione e a consentire ad un maggior numero di imprese di poter accedere a questo sistema di raccolta di capitali, utilizzando come parametro non tanto la tipologia di attività svolta ma le dimensioni dell'impresa, prendendo spunto da quanto già indicato dalla legge 221/2012, che tra le limitazioni poste alle startup per poter essere considerate tali, prevede il limite dei 5 milioni di euro di fatturato. Infatti, qualunque società si trovi ad avere un fatturato inferiore ai 5 milioni di euro potrebbe essere considerata il naturale candidato per promuovere un'offerta su un portale di equity crowdfunding.

Un altro tema che merita particolare attenzione e che potrebbe avere l'effetto di diminuire lo sviluppo di questa tipologia di raccolta di capitali è legato alla necessità di far sottoscrivere una parte dell'offerta (non inferiore al 5% della stessa) a un investitore professionale, con la conseguenza che, in assenza della sottoscrizione del capitale socia-

le da parte dell'investitore professionale ed anche nel caso in cui il portale abbia reperito investitori disposti a sottoscrivere il 95% o più della stessa, l'offerta non potrà essere completata e l'emittente non potrà avviare il proprio progetto imprenditoriale.

Anche questa disposizione normativa rappresenta una peculiarità tutta italiana, posto che non si trova similitudine nel testo di leggi e regolamenti in corso di adozione in altri Paesi.

Crediamo pertanto che sarebbe auspicabile un intervento del legislatore finalizzato a modificare la norma per escludere tale obbligo e per introdurre forme di incentivazione nei confronti degli investimenti realizzati da parte di investitori professionali, tra i quali debbono necessariamente essere ricompresi anche quelli definiti tali su richiesta, nelle imprese che promuovono offerte tramite piattaforme di equity crowdfunding. Infatti, laddove una impresa si presentasse sul portale per raccogliere fondi, avendo come socio un investitore professionale che ha già realizzato, o è pronto a realizzare, un significativo investimento nel capitale sociale, sarebbe probabilmente ritenuta dai piccoli investitori di maggiore interesse rispetto a quella che non ha ancora un socio di quel tipo; inoltre il completamento della raccolta sul portale attraverso le sottoscrizioni della "crowd" potrebbe anche essere vista dall'investitore professionale, come una sorta di conferma della validità della propria decisione di investimento.

LENDING CROWDFUNDING

Il "lending crowdfunding", o "lending-based crowdfunding", è una modalità di raccolta fondi che si basa su microprestiti tra soggetti privati. Le due parti possono contrattare il finanziamento su una particolare piattaforma, dove il creditore può scegliere a chi prestare denaro. Gli investitori non acquisiscono partecipazioni nella società ma vengono ripagati dopo un certo periodo di tempo.

**È necessario
far sottoscrivere
una parte dell'offerta
(non inferiore al 5%)
a un investitore
professionale
altrimenti
l'offerta non potrà
essere completata
e l'emittente non potrà
avviare il suo progetto
imprenditoriale**

Da ultimo è opportuno segnalare una criticità non meno rilevante, se si osserva questo modello di raccolta dei fondi in prospettiva e nell'ottica del suo plausibile sviluppo: la difficoltà di circolazione delle quote, quale titoli rappresentanti il capitale sociale delle startup che promuove offerte nella forma di società a responsabilità limitata.

Gli oneri tributari e amministrativi attualmente applicabili a un trasferimento di quote sociali, a prescindere dal valore della transazione, ammontano a circa 370 euro; a questo costo va aggiunto poi l'onorario del notaio o del commercialista incaricato di redigere il relativo atto di compravendita (questo si dipende dal valore dello stesso), affinché il trasferimento possa essere annotato presso il Registro delle Imprese. È evidente come tale disciplina preveda dei costi che sono molto penalizzanti per il piccolo investitore che, avendo investito nell'impresa giusta, potrebbe subire una decurtazione rilevante del proprio guadagno nel momento in cui si trovi a perfezionare la cessione delle proprie quote all'acquirente disposto a remunerare l'investimento compiuto inizialmente, attraverso il portale.

Inoltre, laddove le Srl si aprano a una compagine sociale fatta di numerosi soci (decine o centinaia che siano) la

necessità di gestire il processo congiunto di vendita delle loro quote potrebbe creare notevoli problemi, connessi alla necessità di avere tutte queste persone, residenti in diverse parti del paese o all'estero, presenti davanti allo stesso notaio o commercialista; peraltro costi e oneri non sarebbero minori anche immaginando che ogni investitore esegua la cessione davanti al proprio professionista di fiducia (ammesso che ne abbia uno) e la conclusione della transazione potrebbe risultare anche più complessa. Attualmente queste limitazioni rendono quindi molto difficile e macchinoso uno scambio di questi titoli che dovrebbe invece avvenire in maniera rapida ed efficiente, soprattutto nel caso in cui per effetto del proliferare di questo tipo di investimenti, nascesse un mercato secondario in grado di consentire tali trasferimenti tra gli investitori, ipotesi non del tutto remota visto che alcune delle piattaforme di equity crowdfunding che operano in Europa (Inghilterra e Olanda, in particolare) stanno valutando di costituire appositi mercati non regolamentati per favorire lo scambio e la compravendita dei relativi titoli.

In particolare si potrebbe prevedere che successivamente alla conclusione della campagna di equity crowdfunding, la sottoscrizione e il trasferimento delle quote di Srl siano gestiti dagli interme-

diari finanziari abilitati (in sostituzione delle Camere di commercio), senza oneri amministrativi e fiscali per i passaggi di proprietà tra soci, replicando quindi il modello previsto per la gestione dei titoli dematerializzati.

Nel caso in cui la società dovesse poi essere trasformata in una società per azioni, si potrà consentire il passaggio al regime di gestione accentrata dei titoli dematerializzati, mediante apposita richiesta da parte della società emittente. Per concludere sembra opportuno evidenziare come la normativa Italiana sia stata adottata con grande tempestività e abbia avuto attuazione in maniera molto rapida, anche rispetto a paesi come gli Stati Uniti e l'Inghilterra che, storicamente sono molto più celeri e proattivi nel completamento di processi di questo tipo, divenendo quindi un punto di riferimento a livello mondiale, ma si deve altresì ricordare che non ha disciplinato anche il lending crowdfunding (a differenza di quanto sta accadendo in Francia e Inghilterra). In un paese come l'Italia dove il credito alle imprese si è ridotto drasticamente negli ultimi anni e che comunque non è mai stato particolarmente disponibile per le nuove imprese o per le imprese di piccole dimensioni, questa potrebbe una risorsa non trascurabile e un'opportunità da cogliere altrettanto velocemente.

