



L'EQUITY-CROWDFUNDING

Normativa e aspetti operativi: un position paper di Consob e CNDCEC

GIOVANNI PARRILLO*

Il “Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa” creato da Consob e dal Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti e Esperti Contabili (CNDCEC) ha pubblicato di recente un Position Paper sull’equity-crowdfunding . L’obiettivo è favorire la comprensione e la consapevolezza delle caratteristiche e delle peculiarità di un’operazione di equity-crowdfunding e il suo utilizzo da parte dei diversi attori della filiera produttiva. L’apertura delle imprese al mercato dei capitali attraverso l’uso di strumenti di finanza innovativa e il miglioramento della trasparenza di queste operazioni potranno così determinare evidenti benefici per il sistema produttivo nazionale. Il Paper si distingue per il linguaggio limpido e per l’esaustiva trattazione dei vari aspetti dell’equity-crowdfunding e rappresenta una vera guida operativa per imprenditori e professionisti, cogliendo appieno l’obiettivo di divulgazione e crescita della cultura finanziaria che si è posto.

Il “Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa”, creato da Consob e dal Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti e Esperti Contabili (CNDCEC) con l’obiettivo di avviare attività di studio e di education nel settore degli strumenti di finanza innovativa, ha pubblicato in agosto un Position Paper sull’equity-crowdfunding^{1*}.

1 * L’equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi. CONSOB, Position Paper n. 6/2016. <http://www.consob.it/documents/11973/219974/pp6.pdf/21a0f4f2-f541-44bd-8fa0-6f7c601447a3>



La premessa del Paper è che la crisi finanziaria degli ultimi anni rappresenta il principale ostacolo al finanziamento delle imprese, soprattutto delle start-up e delle PMI innovative, e quindi alla crescita economica del Paese. In tale contesto il successo delle recenti misure legislative (equity-crowdfunding, mini bond, cambiali finanziarie, ecc.) dipenderà fortemente dalla loro effettiva conoscenza tra i diversi attori della filiera produttiva. Attraverso l'apertura delle imprese al mercato dei capitali degli strumenti di finanza innovativa e il miglioramento della trasparenza di queste operazioni si potranno determinare evidenti benefici per il sistema produttivo nazionale.

L'obiettivo del Position Paper è favorire la comprensione e la consapevolezza delle caratteristiche e delle peculiarità di un'operazione di *equity-crowdfunding*² e il suo utilizzo da parte dei diversi attori della filiera produttiva, quali: imprenditori, investitori istituzionali e retail, sistema bancario e la rete dei professionisti, tra cui i dottori commercialisti.

Lo Studio sottolinea che l'economia collaborativa (sharing economy) si sta facendo sempre più spazio a livello Mondiale e mette in discussione modelli consolidati di produzione e consumo. Una delle forme in cui lo spirito collaborativo e partecipativo si sta affermando anche in Italia con maggiore intensità è rappresentata dal crowdfunding: una nuova forma di finanziamento di progetti e idee basata sulla grande potenzialità della rete di interconnettere gli individui.

1. Le operazioni di equity-crowdfunding

In questo ambito di particolare interesse è l' *equity-crowdfunding*. Secondo le definizioni fornite dal Position Paper, "con il termine crowdfunding si indica il processo con cui più persone ("folla" o crowd) conferiscono somme di denaro (funding), anche di modesta entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti internet ("piattaforme" o "portali") e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa".

"Rispetto alla forma *donation* (dove un progetto civico o artistico raccoglie denaro sotto forma di liberalità) o *reward* (nelle quali i proponenti

2 Cfr. Delibera n. 19520 del 24 febbraio 2016 - del Regolamento Consob n. 18592/2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line" (c.d. equity crowdfunding)



dell'iniziativa offrono un premio o una specifica ricompensa non in denaro in funzione dell'apporto che riceveranno dai sostenitori), l'equity-crowdfunding prevede che il finanziatore ottenga, come contropartita del denaro erogato alla società proponente, una partecipazione al capitale. In sintesi, il crowdfunding è definito "equity-based" quando tramite l'investimento on-line si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società: in tal caso in cambio del finanziamento si riceve un complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa".

Il lavoro, dopo aver illustrato la normativa di riferimento e descritto il processo sottostante un'operazione di equity-crowdfunding, tratta gli aspetti più rilevanti sia dal lato dell'emittente sia del potenziale investitore.

Gli aspetti fondamentali di un progetto di crowdfunding sono dunque:

- il *Business Plan*, che deve rappresentare efficacemente l'iniziativa imprenditoriale ai potenziali terzi finanziatori;
- le *regole di corporate governance* di cui lo statuto di un emittente deve tener conto per gestire adeguatamente gli effetti di un azionariato a maggior base partecipativa;
- le *agevolazioni fiscali* dirette ad incentivare l'investimento in start-up e PMI innovative;
- le valutazioni di opportunità e convenienza di un ipotetico investitore

2. La "democratizzazione dell'economia"

Indubbiamente, come argomenta lo studio, "La possibilità che viene data ad una start-up o una PMI di presentarsi ad un vasto pubblico di potenziali investitori e raccogliere le risorse finanziarie necessarie per la realizzazione del piano industriale è un cambio di paradigma nella fase d'avvio e di sviluppo di un'impresa". Per comprendere le potenzialità di questo cambiamento epocale, lo studio si richiama a Robert Shiller (Premio Nobel 2013 in Economia), che in un famoso articolo pubblicato nel 2012 sul New York Times "*Democratize Wall Street, for Social Good*" ha paragonato il fenomeno del crowdfunding alla nascita dei mercati finanziari (*New York bill* del 1911) come li conosciamo oggi.



“Secondo i metodi tradizionali – prosegue l’Introduzione dello Studio - chi avvia una start-up ed ha necessità di reperire risorse finanziarie, in mancanza di congrue garanzie, si scontra con le difficoltà di accesso al credito bancario. Neppure l’ottenimento di contributi pubblici/finanziamenti agevolati, sebbene in possesso dei requisiti previsti, è agevole, in quanto – nella generalità dei casi - è necessario anticipare le spese e non vi è alcuna certezza sui tempi di erogazione. Anche i premi offerti dalle numerose competizioni dedicate a far emergere i migliori talenti, difficilmente sono calibrati sulle effettive esigenze dei partecipanti ma sono, più spesso, semplici incentivi!”

“Tramite l’utilizzo di questo strumento, chi ha avviato una start-up, se in possesso di un’idea innovativa convincente e di un team adeguato, può cercare di superare queste difficoltà, proponendo al pubblico la condivisione dei successi attesi attraverso la partecipazione al capitale. L’equity-crowdfunding, infatti, sposta l’enfasi sulle idee e sulle persone che, se meritevoli, possono raccogliere le risorse finanziarie occorrenti... In una prospettiva di lungo periodo, si può scorgere nella normativa dedicata allo sviluppo dell’equity-crowdfunding, un seme che può originare cambiamenti di ben più ampia portata nei modelli culturali radicati nel nostro sistema imprenditoriale”. Un seme che potrebbe portare alla “democratizzazione dell’economia”, intesa come accesso diretto dei cittadini alle opportunità di investimento e come accesso diretto delle start-up e delle PMI alle disponibilità finanziarie in cerca di allocazione. Si tratta di un processo per cui “ la raccolta di capitali, inevitabilmente, passerà attraverso il merito che la comunità riconosce in capo ai proponenti”.

“ Il filtro della meritocrazia, inoltre, farà sì che, progressivamente, scienza e tecnologia diventino il vero traino dell’economia. Nel contempo è realistico aspettarsi, anche su progetti di minori dimensioni, dossier (piano d’impresa in primis) di qualità più elevata rispetto agli attuali e ciò si accompagnerà ad una crescente maturità della classe imprenditoriale che dovrà farsi sempre più sensibile ai temi della trasparenza informativa e della verificabilità dei dati”.

3. I vantaggi per gli imprenditori e i rischi per gli investitori retail

Rispetto al tradizionale incontro “a porte chiuse” fra imprenditore e



investitore istituzionale, l'accesso tramite la piattaforma di Crowdfunding presenta diversi vantaggi per l'investitore rispetto al passato. In sintesi lo studio elenca questi tre aspetti principali:

- 1) Il progetto viene analizzato e pubblicato su piattaforma pubblica, da un gestore di portale che per l'Italia è autorizzato dalla Consob;
- 2) All'idea viene associato un obiettivo (target) di raccolta di fondi, che se non raggiunto entro un determinato limite temporale, determina il venir meno dell'iniziativa;
- 3) I promotori, hanno numerosi strumenti per mantenere continuamente aggiornati i contatti acquisiti sullo stato d'avanzamento dell'iniziativa imprenditoriale presentata sulla piattaforma on-line.

A fronte di questi vantaggi per gli investitori e alla possibilità per i risparmiatori di ottenere profitti interessanti, il Position Paper inoltre, non manca di evidenziare rischi e criticità dell'equity-crowdfunding per gli investitori. "La mancanza di elementi economici e razionali cui fare riferimento e, conseguentemente, l'approccio inevitabilmente emozionale con cui si valuta l'investimento, oltre che la intrinseca rischiosità di società neo costituite operanti in settori innovativi (elevato tasso di mortalità), sono alla base dei principali rischi dell'investimento in start-up innovative".

I principali rischi dell'investimento in start-up innovative sono identificati e brevemente descritti: rischio di perdita del capitale, mancanza di dividendi, rischio di illiquidità rischio di iniziative illecite e truffe .

"La normativa emanata dall'Italia di concerto alle indicazioni della UE, è ovviamente orientata alla tutela del risparmiatore. Lo scopo è di evitare soprusi ed abusi da parte degli offerenti, che potrebbero verificarsi soprattutto quando la domanda è rivolta agli investitori non professionali".

La normativa prevede poi altri significativi meccanismi di tutela per gli investitori retail rispetto a quanto previsto per l'investitore professionale, figura tipizzata dalla normativa. In dettaglio:

- l'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali on-line è riservata solo a banche e imprese di investimento, soggette al rispetto alle regole MiFID, e ai gestori "autorizzati" dalla Consob e iscritti nella sezione ordinaria del registro.
- è previsto un modello standardizzato per le informative al pubblico che stabilisce i criteri i) del portale; ii) di descrizione delle caratteristiche di rischiosità dell'investimenti; iii) i contenuti della specifica offerta;



- è previsto il diritto di revoca per gli investitori diversi dai professionali in determinate circostanze
- in caso di cessione a terzi del controllo della start-up, gli investitori di minoranza hanno il diritto di recesso o di co-vendita a favore degli investitori.

In conclusione, il lavoro è una vera guida, sia per gli imprenditori che vogliono avviare attività innovative, cogliendo i benefici legislativi, sia per i professionisti che potranno supportare queste attività. Il Paper si distingue per il linguaggio limpido e per l'esaustiva trattazione dei vari aspetti dell'equity- crowdfunding e coglie appieno l'obiettivo di divulgazione e crescita della cultura finanziaria che si è posto.