



IL FENOMENO DELL'EQUITY CROWDFUNDING E LE FUTURE MODIFICHE ALL'ASSETTO LEGISLATIVO-REGOLAMENTARE. CI SIAMO QUASI...

VITTORIO MIRRA*

Attraverso il Decreto Legge n. 179/2012, convertito, con modifiche, nella Legge n. 221/2012, l'Italia ha adottato una regolamentazione ad hoc per l'equity crowdfunding, lo strumento che permette di investire in piccole società, startup o PMI innovative attraverso piattaforme web autorizzate.

Il legislatore ha mirato a creare condizioni e strumenti favorevoli per la nascita di nuove start-up semplificando l'iscrizione al Registro delle Imprese, riducendo gli oneri e prevedendo una disciplina specifica dei rapporti di lavoro nonché deroghe al diritto societario e fallimentare. In particolare, con la predisposizione di incentivi fiscali per gli investimenti in start-up e per gli incubatori, il decreto ha voluto favorire la progressiva crescita delle start-up innovative.

Con il termine *crowdfunding* ci si riferisce usualmente al finanziamento di progetti da parte di una "massa" di investitori (la folla: "crowd"), a mezzo di elargizioni in denaro (*funding*) effettuate attraverso *internet*.

Il *crowdfunding* ha trovato una propria iniziale diffusione nei Paesi di *common law* (si menzionano ad esempio Australia¹ e Stati Uniti d'America).

* CONSOB - v.mirra@consob.it

¹ Il presente contributo è frutto esclusivo delle opinioni personali dell'autore, che non impegnano in nessun modo l'Istituto di appartenenza (Consob).



ca²), ma tale fenomeno è oggi molto diffuso anche nell'Europa continentale, in varie sfaccettature.

I dati economici del fenomeno mostrano una crescita esponenziale dello stesso: le piattaforme di *crowdfunding* (complessivamente considerate) hanno raccolto nel 2014 più di 16 miliardi di dollari e le cifre sono destinate ad aumentare per il prossimo anno³.

In via generale si possono individuare quattro tipologie di *crowdfunding*: il c.d. “*reward-based*”⁴, il quale si sostanzia in un investimento di denaro, cui è collegata una specifica ricompensa: l'esempio classico è il finanziamento di un gruppo musicale emergente, magari nella incisione di un cd master⁵.

È possibile altresì menzionare il modello “*donation-based*”, il quale consiste in una mera donazione di una somma di denaro al fine di sostenere un'attività o un progetto, nonché il modello “*lending based*” o “*peer to peer lending*” (il più rilevante per quel che concerne i numeri della raccolta⁶), che consiste in un prestito da parte di privati ad altri soggetti priva-

In Australia la Commissione ASIC (*Australian Securities Investment Commission*) ha pubblicato una comunicazione in cui evidenzia i principali rischi correlati all'attività di raccolta di *equity crowdfunding*; mentre in Canada (in assenza di una legge e di una Autorità Federale) il tema è gestito dalle Autorità delle singole provincie.

- 2 Negli USA, il Presidente Barack Obama ha approvato nell'aprile 2011 il *Jumpstart Our Business Startups* (“Jobs Act”) che ha introdotto una particolare esenzione al *Securities Act* per l'autorizzazione all'esercizio dell'attività di intermediazione in materia di *crowdfunding* (la c.d. “*crowdfunding exemption*”). Tra i capisaldi sui quali si fonda la normativa statunitense vi sono: (i) la citata esenzione dall'autorizzazione per l'esercizio di attività di intermediazione, a condizione che le attività di *crowdfunding* siano svolte attraverso appositi *funding portals* registrati presso la *Securities and Exchange Commission* (SEC); (ii) la possibilità per la società interessata di raccogliere fino a un massimo di un milione di dollari annui nei confronti di soggetti privati, i quali però sono soggetti ad un limite massimo di investimento, rapportato al proprio reddito: 2 mila dollari o il 5 % se il reddito è inferiore ai 100 mila dollari annui o 10 % nel caso il reddito sia superiore a questa soglia; (iii) la previsione secondo la quale tramite il portale dovranno essere svolte tutta una serie di attività di *investor education*, volte a rendere consapevole l'investitore dei rischi che può fronteggiare. Si è ancora in attesa dell'emanazione della regolamentazione attuativa da parte della SEC.
- 3 Si rimanda a “*2015CF Crowdfunding Industry Report*” pubblicato su www.massolution.com.
- 4 Tale metodologia di finanziamento è stata ad esempio utilizzata per raccogliere fondi durante la campagna elettorale che ha condotto alla prima elezione del Presidente degli Stati Uniti d'America, Barack Obama.
- 5 In tale caso la “ricompensa” potrebbe essere rappresentata da un biglietto in prima fila ai concerti di tale gruppo ovvero da gadget personalizzati. Il soggetto più attivo in questo business è sicuramente Kickstarter (www.kickstarter.com).
- 6 Vedasi il rapporto “*Global Marketplace Lending. Disruptive Innovation in Financials*”, pubblicato da Morgan Stanley il 19 maggio 2015.



ti, ricompensato con il pagamento di interessi ed effettuato per il tramite di piattaforme *on-line*, che mettono in contatto i soggetti interessati, trattando una percentuale quale commissione per il servizio effettuato⁷.

Infine vi è l'*equity crowdfunding*, che permette, attraverso il finanziamento di un progetto, di acquistare una percentuale del capitale di rischio della società emittente, divenendo pertanto proprietario dei rispettivi titoli rappresentativi del capitale sociale.

L'Italia è il primo Paese ad aver adottato una regolamentazione specifica per l'*equity crowdfunding*; si è intervenuto *in primis* con una normativa primaria (c.d. "decreto crescita-bis" o "crescita 2.0": il Decreto Legge n. 179/2012 convertito, con modifiche, nella Legge n. 221/2012), la quale si è concentrata su misure di favore nei confronti delle *start-up* innovative, considerate il "motore" per la creazione delle idee (*seed*) da "coltivare" attraverso il *crowdfunding*.

Il problema che la norma primaria ha inteso affrontare è costituito dalla scarsità di canali per la raccolta di fondi da parte di soggetti imprenditoriali di nuova costituzione caratterizzati da uno specifico profilo rischio/rendimento, che incorpora un alto tasso di mortalità ma anche la possibilità di ritorni elevati in caso di successo di iniziative basate su prodotti e tecnologie innovativi.

Mediante la creazione di un "ecosistema" favorevole alle *start-up* innovative⁸, il citato decreto ha inteso favorire la crescita, la creazione di occupazione, in particolare quella giovanile, l'attrazione di talenti e capitali dall'estero, ed a rendere più dinamico il tessuto produttivo e tutta la

7 Sui dati del *crowdfunding* in Italia vedasi anche il rapporto Assonime "Il finanziamento a medio e lungo termine delle imprese in Italia" del 22 giugno 2015, disponibile su www.assonime.it.

8 Si rammenta che l'ambito di applicazione di questa disciplina è, tuttavia, limitato alle *start-up* innovative, la cui definizione si caratterizza per un forte ancoraggio all'innovazione tecnologica determinata da una incidenza delle spese in ricerca e sviluppo ovvero dall'impiego di personale dotato di dottorato di ricerca o comunque altamente qualificato, ovvero dallo sfruttamento di una privativa su un brevetto (art. 25 del decreto crescita-bis).



società italiana⁹. In particolare si è inteso “*creare, per la prima volta nel panorama legislativo italiano, un quadro di riferimento nazionale coerente per le start-up. Questo quadro dovrebbe anche ispirare e sostenere lo sforzo che negli ultimi anni le regioni e altri attori pubblici e privati hanno profuso a favore delle nuove imprese innovative*” (Relazione illustrativa al decreto).

Intervenendo sulla semplificazione per l’iscrizione al Registro delle Imprese¹⁰, riducendo gli oneri e prevedendo una disciplina specifica dei rapporti di lavoro nonché deroghe al diritto societario e fallimentare, si è mirato a creare condizioni e strumenti favorevoli per la nascita di nuove *start-up*. Inoltre, con la predisposizione di incentivi fiscali per gli investimenti in *start-up* e per gli incubatori¹¹, l’obiettivo del decreto – emanato successivamente al rapporto della *task force* del Ministero¹² – è stato quello di favorire la progressiva crescita delle *start-up* innovative.

Ai fini dell’emanazione della regolamentazione secondaria delegata dal decreto *crescita-bis*, la Consob ha adottato una metodologia in linea con le migliori prassi di *better regulation*, con l’obiettivo di stimolare la collaborazione della più ampia platea di soggetti potenzialmente interessati al fenomeno in questione¹³.

9 Le raccomandazioni, che il 10 luglio 2012 il Consiglio dei Ministri dell’Unione Europea, sulla base del Programma Nazionale di Riforma presentato dal Governo, ha rivolto all’Italia per il periodo 2012-2013, testimoniano come le istituzioni comunitarie condividano la rilevanza dell’innovazione e delle *start-up* come fattore centrale per lo sviluppo economico e l’occupazione, in particolare giovanile, nel nostro Paese.

10 Alla data del 20 luglio 2015 risultano iscritte presso la sezione speciale prevista nel Registro delle imprese 4325 *start-up* innovative (numero peraltro in costante ascesa negli ultimi mesi).

11 L’incubatore di imprese *start-up* innovative è il soggetto che spesso ne accompagna il processo di avvio e di crescita, nella fase che va dal concepimento dell’idea imprenditoriale fino ai primi anni di vita, e lavora allo sviluppo della *start-up* innovativa, formando e affiancando i fondatori sui temi salienti della gestione di una società e del ciclo di business, fornendo sostegno operativo, strumenti di lavoro e sede nonché segnalando l’impresa agli investitori ed eventualmente investendovi esso stesso. Alla data del 20 luglio 2015 sono 30 le società che risultano iscritte alla sezione degli incubatori certificati nel Registro delle Imprese.

12 L’obiettivo esplicitato dalla *task force* era quello di “*permettere la partecipazione di un elevato numero di soggetti al finanziamento di una startup attraverso piattaforme on-line specializzate per raccogliere il capitale, onde evitare oneri autorizzativi e requisiti patrimoniali fuori dalla portata degli operatori diversi da quelli bancari e finanziari [...]*”.

13 La citata consultazione è stata preceduta da un’indagine conoscitiva, comprendente la predisposizione di un apposito questionario, atto a valutare la conoscenza del fenomeno del *crowdfunding*: tale questionario, suddiviso in quattro sezioni riferite ai diversi destinatari della disciplina (gestori “potenziali”, investitori



Con riferimento ai soggetti che potranno esercitare l'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali per le *start-up* innovative, il decreto (cfr. nuovo art. 50-*quinquies* del Testo Unico della Finanza) riserva tale attività anzitutto alle imprese di investimento e alle banche autorizzate ai relativi servizi di investimento. Lo svolgimento di tale attività è inoltre riservato ai soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, a condizione, però, che essi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche e a imprese di investimento.

Al fine di rendere tale strumento operativo in Italia, è stato ritenuto essenziale prevedere una procedura di autorizzazione snella e semplice, basata però su chiare garanzie offerte da parte di chi voglia aprire queste piattaforme *on-line* dedicate alla raccolta di capitale, creando meccanismi di trasparenza e informazione per rendere chiaro ai cittadini che – come in ogni investimento – corrono sempre il rischio di perdere il capitale investito¹⁴.

Va sottolineato che anche la Commissione Europea e l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*), hanno focalizzato l'attenzione sul *crowdfunding*: la prima attraverso la Comunicazione "*Sfruttare il potenziale del crowdfunding*", cui ha fatto seguito la costituzione di gruppi di studio fra operatori ed esperti della materia e la pubblicazione di una

professionali, investitori *retail* e *start-up* innovative) è stato indirizzato a tutti i soggetti potenzialmente interessati al tema del *crowdfunding*. È stato inoltre organizzato un *open-hearing* presso la sede romana della Consob, volto a favorire un maggiore coinvolgimento dei soggetti interessati oltre che a consentire una migliore comprensione del fenomeno ai fini di una corretta regolamentazione dello stesso. Attraverso tale approccio collaborativo, si è reso possibile che l'apporto degli operatori del mercato si manifestasse già nella fase ascendente della produzione regolamentare, rendendo la partecipazione del mercato ancora più efficace. Successivamente, il 29 marzo 2013 è stato pubblicato il documento di consultazione recante la proposta di Regolamento in tema di "Raccolta di Capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on-line*" in attuazione dell'art. 30 del d.l. n. 179/2012. La consultazione si è chiusa il 30 aprile 2013 ed il testo definitivo del regolamento, modificato alla luce della consultazione espletata, è stato adottato dalla Consob con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 12 luglio 2013.

14 Infatti, la diffusione di tale strumento di finanziamento per le imprese è strettamente correlata ad un adeguato livello adeguato di informazione e trasparenza.



“Guida per le piccole medie imprese. Il Crowdfunding. Cos’è”. L’ESMA a sua volta, in data 18 dicembre 2014, ha pubblicato una *Opinion* per le Autorità Nazionali competenti e un *Advice* per le istituzioni Europee in materia di *investment-based crowdfunding* (raccolta di capitale di rischio o di debito), con la finalità di realizzare una maggiore convergenza regolamentare e di vigilanza nell’Unione Europea.

Da ultimo anche il *Green Paper* sulla *Capital Market Union* pone l’attenzione al *crowdfunding* quale strumento che dovrebbe contribuire in modo decisivo al finanziamento dell’economia europea anche al di là delle frontiere nazionali, chiedendo se vi siano ostacoli allo sviluppo di piattaforme adeguatamente regolamentate, anche su base transfrontaliera. L’ESMA, nella sua risposta alla consultazione individua il *crowdfunding* fra le possibili aree di regolamentazione nel settore dei mercati finanziari nei prossimi anni.

Successivamente, l’orizzonte di applicazione delle regole sopra menzionate è stato allargato dal nostro Governo. Il Decreto Legge n. 3/2015, convertito nella Legge n. 33/2015, ha esteso alle PMI innovative¹⁵ (oltreché a OICR e a società che investono prevalentemente in *start-up* e PMI innovative) la possibilità di effettuare offerte di capitale di rischio tramite i portali *on-line*. Ulteriori modifiche hanno ad oggetto l’introduzione di un regime di dematerializzazione del trasferimento delle quote di *start-up* innovative e PMI innovative, in deroga alla disciplina ordinaria, utilizzabile sia in sede di sottoscrizione che di successivo trasferimento delle quote offerte tramite i portali.

Tale intervento legislativo è stato l’occasione per una riflessione sulla regolamentazione dell’*equity crowdfunding* a circa due anni dall’entrata

¹⁵ Alla data del 20 luglio 2015 risultano iscritte presso la sezione speciale prevista nel Registro delle imprese 18 PMI innovative.



in vigore¹⁶, anche alla luce dei risultati operativi riscontrati.

Alla data del 20 luglio 2015, i portali *on-line* di *equity crowdfunding* operativi sono 15 (14 autorizzati dalla Consob ed uno c.d. “di diritto”) e le offerte chiuse con successo sono soltanto 7 (su 25)¹⁷. Il *target* medio di raccolta è pari a poco meno di 350 mila euro e l’investimento medio risulta piuttosto elevato, in quanto si avvicina ai 10 mila euro¹⁸. Al contrario, il numero degli investitori è molto basso: si va dai 3 ai 75 aderenti per offerta¹⁹. Il totale della raccolta tramite i gestori di portali *on-line* ammonta a poco più di 2.300.000 euro, il che mostra che il fenomeno in Italia è tutt’altro che decollato.

Quanto sopra avvalorava il fatto che, rispetto all’idea di un investimento diretto, di ridotto importo minimo, legato anche e soprattutto a componenti emotive che spingono a “credere” nel fondatore e nel suo potenziale (un sistema nel quale il gestore del portale riveste il ruolo di agevolatore dell’incontro fra domanda e offerta di fondi), la struttura dell’investimento si è invece avvicinata al c.d. *club deal*²⁰: una modalità di acquisizione aziendale da parte di un gruppo di *business angels* e imprese di *private equity*, che uniscono le forze per condividere l’elevato rischio connesso nella fase di sviluppo di una *start-up*.

Avendo in debita considerazione quanto sopra, il 19 giugno 2015 la Consob ha iniziato una nuova consultazione pubblica²¹, volta alla revisione

16 E dunque addirittura in anticipo rispetto agli ordinari tempi della Valutazione di Impatto della Regolamentazione (VIR).

17 Altre 4 offerte sono in fase di raccolta.

18 Il valore dell’investimento di offerte singole sui portali *on-line* di *equity crowdfunding* si è spinto anche fino a 150 mila euro.

19 Per i dettagli sui dati si rimanda al documento di consultazione della Consob pubblicato in data 19 giugno 2015 (disponibile sul sito internet dell’Istituto) ed all’Osservatorio sul *crowdfunding* del Politecnico di Milano: <http://www.finanzaaziendale.polimi.it/equitycf/equitycf.html>.

20 Tuttavia, in un sistema finanziario in continua evoluzione, per descrivere il modello che emerge dai primi dati raccolti è utile ricorrere all’immagine del “*private equity on-line*” o “*club deal on-line*”: un numero ridotto di aderenti che intervengono con offerte di ammontare elevato, consentendo comunque alla società emittente di sfruttare i vantaggi potenziali che offre la rete, tramite la presentazione delle offerte sui portali specializzati per ampliare le opportunità di raccolta.

21 http://www.consob.it/web/consob/home/-/asset_publisher/xMXdfdeSuZFj/content/consultazione-crowdfunding-2015-06-19/10194.



del regolamento sull'*equity crowdfunding* per recepire le modifiche normative intervenute dalla entrata in vigore del regolamento e per apporare eventuali ulteriori modifiche (soprattutto se suggerite dal mercato) in ottica migliorativa. Da tale consultazione (che segue la prima consultazione in fase di redazione del regolamento, la quale ha avuto un discreto successo con decine di risposte pervenute in sede di consultazione) ci si attendono vari spunti che evidenzino le criticità rilevate dagli operatori e che spingano il legislatore primario *in primis* ed a cascata il *regulator*, a superarle sia da un punto di vista formale che sostanziale.

In definitiva, si può certamente affermare che il sistema finanziario è in continua evoluzione e *equity crowdfunding* potrebbe fortemente contribuire alla sua crescita. Allo stato i numeri non sono ancora dalla parte di tale tipologia di *crowdfunding*, ma la necessità di trovare serie alternative al finanziamento bancario e le potenzialità del fenomeno fanno ben sperare. Molto ci sarà da aspettarsi anche alla luce della auspicata crescita di consapevolezza in materia di educazione finanziaria in Italia e dalla buona riuscita dei primi progetti oggetto delle offerte già concluse.

La legislazione dovrà poi fare la sua parte, adattandosi - laddove possibile - alle specificità del fenomeno, cercando di regolare al meglio l'inevitabile *trade-off* tra oneri amministrativi e regolatori, semplificazione/rapidità delle transazioni *on-line* e tutela *degli investitori*.