



EQUITY CROWDFUNDING 2.0: SI CAMBIA, NON SOLO PER LE START-UP!

DANIELA SCIULLO*

All'esito di un doppio turno di consultazione con il mercato, con delibera n. 19520 del 24 febbraio 2016, la Consob ha approvato incisive modifiche al Regolamento n. 18592/2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line. Le innovazioni sono molteplici, a partire dalla revisione della stessa terminologia tecnica.

L'Italia, già illustre antesignana sulla scena mondiale nel dotare la *start-up* innovativa di una puntuale disciplina legislativa, si riconferma volano europeo nell'aggiornamento delle norme per il buon funzionamento della raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line*.

Il processo di "modernizzazione" ha origine, in primo luogo, dall'esigenza di recepire le modifiche che hanno interessato la normativa primaria: il D.L. n. 3/2015, infatti, ha ampliato la categoria degli offerenti quote di capitale di rischio tramite portali *on-line* sia a PMI innovative, sia ad OICR e società che investono prevalentemente in *start-up* e PMI innovative. In via preliminare, quindi, si è resa necessaria una riforma lessicale del testo, adeguandolo in ragione della specificità dei nuovi soggetti ammessi all'offerta e, segnatamente, giustapponendo alla società *start-up* innovativa i nuovi tipi di emittenti, *rectius* «offerenti», con conseguente estensione ai secondi degli obblighi in punto di trasparenza previsti per la prima.

In secondo luogo, con riferimento alla disciplina delle esenzioni facoltative prevista dalla Direttiva 2014/65/EU, ai sensi della quale sono au-

* Università degli Studi di Roma "Tor Vergata" - danielasciullo@hotmail.it



torizzati ad operare i gestori di portali *on-line*, alcune delle principali modifiche approvate costituiscono la lungimirante predisposizione dell'impianto regolamentare nazionale al recepimento della normativa *MiFID II*, che prevede, per i soggetti che operano in regime di esenzione, requisiti organizzativi e procedurali più stringenti (quali, ad esempio, l'obbligo di adesione ad un sistema di indennizzo o di stipula di un'assicurazione sui rischi professionali) e che, verosimilmente, comporterà un rafforzamento dell'attività di vigilanza sui gestori dei portali.

La revisione regolamentare ha costituito la *sedes* in cui delineare un bilancio sull'operatività dei portali attivi e sul funzionamento (e l'onerosità) delle norme poste a presidio della tutela dei sottoscrittori, nonché l'occasione per ottimizzare l'efficienza dell'*equity crowdfunding* come strumento alternativo di finanziamento dell'innovazione, anche nella prospettiva di più ampio respiro che emerge dalla *policy* europea descritta nel *Green Paper* sulla *Capital Markets Union* e dalle linee dettate dall'*ESMA*, che – nella propria risposta alla consultazione – individua il *crowdfunding* fra le prossime possibili aree oggetto di regolazione da parte del diritto dei mercati finanziari europeo.

Dalla lettura dei dati sulle adesioni dell'ultimo biennio è emerso che, sebbene l'apporto dei finanziatori ai capitali delle *start-up* innovative risulti oltremodo contenuto, al netto delle fisiologiche difficoltà di avviamento, l'ambiente creato dalla combinazione di normativa primaria e secondaria in materia è stato valutato come affidabile e favorevole per gli investitori; e, dall'analisi delle stesse evidenze empiriche, è stato tracciato il profilo dell'acquirente-medio di quote di capitali di rischio su portali *on-line*: a dispetto di una legislazione disegnata su un utente privo di conoscenze approfondite, che effettua il proprio investimento sull'onda dell'emotività, il sottoscrittore reale si configura come un soggetto dotato di pregresse esperienze, che si avvicina con consapevolezza allo strumento finanziario oggetto dell'offerta sulla piattaforma *on-line*, descritto come illiquido ed altamente rischioso.

I riscontri alla consultazione preliminare hanno evidenziato positivamente la proporzionalità degli oneri imposti dal Regolamento in vigore, salvo che per quelli inerenti alle modalità di esecuzione degli ordini e alla sottoscrizione da parte di alcune categorie di investitori professionali. Pertanto l'indagine è stata condotta verso la semplificazione normativa, attraverso due principali direttrici di riforma: una soggettiva, inerente ad operatori e investitori agenti sulle piattaforme; l'altra oggettiva, per-



seguito la parallela amplificazione degli strumenti finanziari offerti e la riduzione dei costi di transazione degli stessi.

Con riferimento al primo profilo è stata operata una dilatazione della nozione di «investitori professionali», ampliando la schiera dei potenziali finanziatori fino a ricomprendere: i) i clienti professionali «su richiesta», così come descritti dalla direttiva *MiFID*, in possesso dei requisiti fissati dal Regolamento Consob in materia di intermediari e dal decreto ministeriale n. 236/2011 MEF; ii) gli «investitori a supporto dell'innovazione», le cui caratteristiche sono puntualmente individuate dalla Consob e a cui (insieme ad altre categorie predeterminate) è riservata la sottoscrizione di una rinnovata quota percentuale dell'offerta.

Per quanto attiene al profilo oggettivo, l'abbattimento dei costi di transazione passa per la rimozione degli ostacoli alla conclusione delle operazioni integralmente *on-line*. Infatti, nel regime previgente, sull'intermediario che riceveva l'ordine di esecuzione da parte del portale gravava l'incombenza di effettuare la valutazione di appropriatezza ovvero di adeguatezza, qualora all'esecuzione si accompagnasse una raccomandazione personalizzata inerente l'investimento sul portale, valutazioni che spesso – in ragione della rischiosità degli strumenti negoziati – si traducevano in giudizi di esito negativo per i clienti al dettaglio. Con la modifica del Regolamento, invece, è stata introdotta per i gestori dotati dei requisiti organizzativi prescritti la possibilità di effettuare direttamente la valutazione di appropriatezza (la *suitability rule* continua ad essere preclusa ai gestori di portali che operino in regime di esenzione facoltativa), con un contestuale ampliamento del corredo informativo relativo alla gestione del portale da offrire in sede di *opt-in*, da un lato, ed un parallelo innalzamento del livello di tutela per l'investitore nella fase *post-trade*, dall'altro. Tale regola è stata estesa a tutti i tipi di operazioni, a prescindere dal loro ammontare, ivi compresi gli investimenti sotto soglia, avviando alla duplicazione dell'onere in capo al gestore con l'eliminazione dell'obbligo di somministrare al sottoscrittore il questionario comprovante l'avvenuta *investor education*.

A chiusura del sistema di innovazioni regolamentari, risulta rafforzata la linea di demarcazione fra il patrimonio dell'offerente e i fondi raccolti fino alla chiusura dell'offerta ed è esteso anche alle PMI innovative l'obbligo di dotare i propri statuti di una *exit strategy* vantaggiosa per i sottoscrittori, in caso di repentino trasferimento del controllo della società a terzi.

Infine una precisazione di ordine metodologico si impone: come



è noto l'attività di raccolta di capitali di rischio tramite portali, quando è svolta da soggetti diversi dagli intermediari autorizzati, è riconducibile all'alveo del servizio di trasmissione e ricezione di ordini in virtù dell'esenzione facoltativa prevista dalle direttive *MiFID*, la quale dispone che le attività facoltativamente esentate siano soggette ad apposita autorizzazione. Ebbene, nell'attuale sistema, la procedura di iscrizione nel registro dei gestori si configura come un vero e proprio procedimento amministrativo per l'autorizzazione all'esercizio dell'attività di gestore. In tal senso è intervenuta l'introduzione di alcune disposizioni volte ad assicurare l'iscrizione solo ai soggetti effettivamente interessati ad avviare in termini temporali ragionevoli una fruttuosa attività, prefigurando eventuali interruzioni entro un arco temporale breve e predefinito. Ma vi è di più: la revisione regolamentare non si è limitata alla rimodulazione degli oneri amministrativi, ma ha vittoriosamente mirato all'abbattimento dei costi cc.dd. di conformità sostanziale sostenuti da clienti e imprese e funzionali al perfezionamento dell'offerta.

In conclusione, la modifica del Regolamento in materia di *equity crowdfunding* ha recepito istanze del mercato largamente condivise, ampliandone significativamente il bacino d'utenza; ha simultaneamente gettato le basi per il prossimo raccordo con l'impianto normativo *MiFID II* e, infine, ha ingenerato nei propri interlocutori l'avanguardistica aspirazione a future modifiche legislative.