



DISEC

Centro di Ricerca "Dinamica dei Sistemi
Economici Complessi"

IL CROWDFUNDING IN ITALIA: IL QUADRO REGOLAMENTARE DI RIFERIMENTO

AVV. GIOACCHINO AMATO
Direttore TLS-PwC

IL CROWDFUNDING
OPERATIVITÀ E PROSPETTIVE DI SVILUPPO
Roma, CNA Nazionale, 24 Gennaio 2018

Ringrazio il Professor Raffaele Galano, promotore di questo interessante convegno su una tematica estremamente attuale in quanto è stato recentemente approvato dalla Consob il quadro di modifiche regolamentari in materia di raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line (*equity crowdfunding*), che ha come obiettivo quello di dare un impulso fortissimo, come affermato dall'amico Mauro Bellofiore, ad un fenomeno che, a mio avviso, ha delle potenzialità di crescita commerciali, non ancora colte dall'industria bancaria e finanziaria.

Difatti, ciò che mi colpisce è che i soggetti che operano nel mondo dell'*investment banking* non hanno ben compreso le potenzialità di sviluppo derivanti da tale nuova modalità di raccolta diffusa di capitale, lasciando in tal modo il *market entry* a quei soggetti, non bancari e finanziari, che hanno una vocazione IT e una padronanza del sistema informatico ma che non dispongono di competenze bancarie e finanziarie per favorire il *matching* tra domanda e offerta di capitali.

Prima di soffermarmi sugli aspetti regolamentari del *crowdfunding* preme segnalare qualche numero riguardante il mercato del *crowdfunding*.

Secondo il "*crowdfunding report 2017*" di Starteed, attraverso le piattaforme di *crowdfunding*, nel 2017 in Italia sono stati raccolti più di 41 milioni di Euro, segnando un aumento del 45% rispetto al 2016.

Fino ad oggi in Italia sono stati raccolti complessivamente circa 133 milioni di Euro, di cui soltanto 19 milioni da piattaforme di *equity crowdfunding*, circa 75 milioni da piattaforme di *lending crowdfunding*, circa 34 milioni da portali di *donation* e *reward crowdfunding* e 4 milioni da portali di *do it yourself crowdfunding*.

Oggi in Italia esistono circa 67 piattaforme di *crowdfunding*, di cui 46 attive nel *donation review*, 13 nell'*equity crowdfunding* e 5 nel *lending crowdfunding*. Il *lending crowdfunding* è dunque il modello che ha raccolto di più e con un numero di piattaforme inferiore (soltanto 5 piattaforme hanno raccolto circa 75 milioni di Euro).

Finora sono stati finanziati 15.915 progetti. In particolare, i progetti di *equity crowdfunding* sono stati circa 78 ma, nonostante si tratti di un numero trascurabile, hanno raccolto una media di circa 268.000 Euro, maggiore rispetto alla media di capitale raccolto attraverso le altre tipologie di *crowdfunding*. Mamacrowd, il portale di *equity crowdfunding* che ha raccolto di più nel 2017 in Italia, ha raccolto complessivamente circa 5 milioni.

Sul lato *lending*, invece le piattaforme che hanno raccolto di più sono Smartika, che ha raccolto circa 28 milioni, Borsa del Credito circa 19 milioni e Terzo valore circa 20 milioni.

Le forme di *donation*, *reward* e *do it yourself crowdfunding* sono connotate, rispettivamente, per avere finalità socio-umanitarie, per il finanziamento dietro corresponsione di una ricompensa (che può assumere svariate forme) e per il finanziamento di singoli progetti imprenditoriali, non hanno una natura prettamente finanziaria e in quanto tali non saranno oggetto della presente analisi.

Diversamente, l'*equity crowdfunding* e il *lending crowdfunding* costituiscono delle modalità innovative per la raccolta di capitali di rischio e di credito, la cui diffusione discende principalmente dal vantaggio economico della disintermediazione finanziaria e bancaria.

L'*equity crowdfunding* di fatto costituisce una forma di offerta al pubblico di prodotti finanziari ed avviene tramite una piattaforma *on-line* che consente l'incrocio tra domanda e offerta di capitali. Il promotore offre dei prodotti finanziari al pubblico e gli investitori ricevono come ricompensa per il finanziamento effettuato un titolo di partecipazione in una società. In tale ipotesi, a causa della partecipazione al capitale di rischio e, per l'effetto, del rischio di asimmetria informativa e del rischio di illiquidità degli strumenti finanziari, sorgono esigenze di trasparenza a tutela del pubblico e del corretto funzionamento del mercato dei capitali. Pertanto la vigilanza sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line* è attribuita alla Consob.

Il *lending crowdfunding* è incentrato sulla logica del *peer to peer*, in quanto il soggetto che aderisce alla raccolta eroga un prestito che il promotore è tenuto a restituire maggiorato di interessi. Tale ultima tipologia di *crowdfunding* solleva dunque esigenze in termini di affidabilità e solidità dei soggetti che gestiscono i flussi finanziari, la cui tutela dovrebbe coinvolgere maggiormente la Banca d'Italia.

L'Italia è stato uno dei primi paesi ad aver adottato una regolamentazione in materia di *equity crowdfunding* principalmente per due fattori: (i) il tessuto imprenditoriale italiano si basa sulle piccole e medie imprese e (ii) esistono alcuni soggetti, come le start-up, che non sono finanziati dal sistema bancario.

La legge 11 dicembre 2016, n. 232 (c.d. Legge di Bilancio 2017) ha esteso la disciplina dell'*equity crowdfunding*, in precedenza riservata alle start-up innovative e alle PMI innovative, a tutte le piccole medie imprese, anche se prive del requisito dell'innovatività.

Di conseguenza, il d.l. 24 aprile 2017, n. 502 ha esteso a tutte le piccole e medie imprese la deroga al divieto ex art. 2468 c.c. di raccolta di capitali attraverso il collocamento al pubblico dei propri prodotti finanziari. Pertanto, oggi tutte le piccole medie imprese, anche se costituite in forma di S.r.l., possono offrire al pubblico le proprie quote sociali mediante i portali per la raccolta di capitali.

Nell'ambito della *sharing economy* in cui viviamo, l'*equity crowdfunding* potrebbe diventare uno strumento di *sharing investment*: a titolo di esempio se qualcuno desidera investire 100.000 Euro in *real estate*, con tale somma di denaro a Roma non riuscirebbe a comprare un immobile, invece potrebbe investire in un'offerta di *crowdfunding*. Sotto tale profilo esistono delle prospettive veramente enormi di sviluppo di queste piattaforme.

Come anticipato, la Consob ha recentemente adeguato il Regolamento adottato con delibera n. 18592 del 2013 sulla raccolta di capitale di rischio mediante portali on-line alle innovazioni legislative intervenute e ha altresì recepito le modifiche rese necessarie in attuazione della Direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II).

Con la delibera del 5 dicembre 2017, la Consob, oltre ad estendere le categorie dei soggetti offerenti (vd. *Supra*), ha ampliato anche il novero dei soggetti che possono gestire i portali. In particolare, i gestori di portali sono i soggetti che esercitano professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali e sono iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob. L'attività di gestione di portali può essere esercitata da: (i) soggetti autorizzati ai servizi di investimento, espressamente elencati dalla Consob, che, a seguito di mera comunicazione, sono annotati sulla sezione speciale del registro e (ii) ogni altro soggetto che presenti istanza di autorizzazione per l'iscrizione sulla sezione ordinaria del registro.

Per quanto concerne i soggetti di cui al punto (i), l'elencazione della Consob comprende soggetti bancari e finanziari e segnatamente: le banche, le SIM, le imprese di investimento UE, imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, nonché, limitatamente all'offerta di quote o azioni di OICR che investono prevalentemente in piccole e medie imprese, le SGR, le Sicav, Sicaf che gestiscono direttamente i propri patrimoni, società di gestione UE, GEFIA UE, GEFIA non UE, gestore di EuVECA e gestore di EuSEF.

A differenza dei soggetti autorizzati a svolgere i servizi di investimento (c.d. gestori di diritto), i gestori iscritti nella sezione ordinaria non possono eseguire direttamente gli ordini di acquisto o di sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, e devono all'uopo avvalersi di intermediari finanziari autorizzati a svolgere tali attività. Agli stessi non è inoltre consentito detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi, pertanto, a tali soggetti non sono applicabili le previsioni contenute nel TUF relative alla promozione e al collocamento a distanza dei servizi e delle attività di investimento aventi ad oggetto strumenti finanziari.

Ciò nondimeno, i soggetti non professionali rappresentano la quasi totalità dei gestori di piattaforme. Difatti, le banche non hanno ancora intrapreso da un punto di vista commerciale lo svolgimento di gestione di piattaforme di *equity crowdfunding* ma in una logica di rivisitazione del business bancario non è escluso che qualcuna possa farlo, al netto dei conflitti di interesse. Le banche che dispongono del *private banking* potrebbero infatti creare una piattaforma e far dialogare l'esigenza di *private banking* con l'esigenza di quei soggetti che la banca non finanzierebbe.

Le modifiche apportate in materia favoriscono inoltre il mondo delle SGR. Ad oggi possiamo affermare che i fondi immobiliari quotati sono stati un fallimento perché non hanno portato nessun vantaggio in un mercato illiquido. Alla luce delle recenti modifiche legislative e regolamentari, le SGR possono svolgere, seppur con alcuni limiti, tutti e tre i ruoli coinvolti nell'attività di *equity crowdfunding*: gestore della piattaforma, offerente e soggetto che riceve e perfeziona gli ordini di sottoscrizione.

Nello specifico, come anzidetto, le SGR, limitatamente all'offerta di quote o azioni di OICR che investono prevalentemente in piccole e medie imprese, sono soggetti di diritto che possono gestire i portali *on-line*, previa comunicazione alla Consob ed essere annotati sulla sezione speciale del registro tenuto dall'autorità. Inoltre, i gestori di OICR, limitatamente agli ordini riguardanti le azioni o le quote dei propri OICR, possono svolgere l'attività di ricezione e perfezionamento degli ordini di sottoscrizione. Infine, gli OICR che

investono prevalentemente in piccole e medie imprese, come definiti dall'art. 1, comma 2, lett. e) del decreto del MEF 30 gennaio 2014 possono svolgere il ruolo di offerenti.

In relazione ai soggetti di cui al punto (ii), una novità consiste nell'introduzione, ai fini dell'iscrizione e della permanenza nella sezione ordinaria del registro dei gestori di portali on-line, dell'obbligo di adesione ad un sistema di indennizzo a tutela degli investitori o, in alternativa, di stipula di un'assicurazione a copertura della responsabilità professionale. Il massimale assicurativo minimo per le singole richieste di risarcimento è pari a 20.000 euro mentre il massimale complessivo annuo è pari ad almeno 1 milione di euro per i gestori che effettuano direttamente la valutazione di appropriatezza dell'investimento e 500.000 euro per gli altri gestori. Con riferimento all'applicazione di tale disposizione, è stata prevista una proroga di sei mesi del termine di applicazione.

Con riguardo al tema dei conflitti di interesse, la Consob ha previsto che nel caso in cui un gestore intenda effettuare offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari di propria emissione, o emessi da soggetti controllanti, controllati o sottoposti a comune controllo, esso debba adottare misure idonee a gestire il conflitto. Tali misure comprendono alcuni presidi minimi a tutela degli investitori al fine di gestire adeguatamente i conflitti di interesse tra cui l'obbligo di astensione dal condurre tali offerte; lo svolgimento di una *due diligence* dell'operazione da parte di un soggetto terzo indipendente; l'adozione di adeguati presidi operativi e procedurali finalizzati ad assicurare che gli strumenti oggetto delle offerte siano compatibili con le caratteristiche, le esigenze e gli obiettivi di un determinato mercato di riferimento, nonché lo svolgimento della valutazione di adeguatezza degli strumenti finanziari da parte dei soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini, anche nel caso in cui sia il gestore stesso a eseguire tale verifica.

È rimasto invece sostanzialmente invariato il *quantum* di informativa che deve essere fornita ai soggetti interessati ad investire. In relazione a ciascuna offerta il gestore pubblica, *inter alia*, la scheda informativa sulla base delle informazioni ricevute dall'offerente. A differenza di quanto avviene in relazione ai prospetti informativi, le schede informative non soltanto contengono informazioni minime in termini di rischi, di *business plan*, di dati previsionali e di dati pro-forma ma non sono neanche sottoposte ad approvazione da parte della Consob. Ciò può sollevare varie problematiche anche perché giova ricordare che il Regolamento (UE) n. 1129/2017 (c.d. Nuovo Regolamento Prospetto) ha innalzato la soglia di esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto per le offerte al pubblico di ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari da 5 ad 8 milioni di euro. Le disposizioni relative alla nuova soglia di esenzione si applicheranno a decorrere dal 21 luglio 2018. In tal modo, si potranno raccogliere cifre che non sono lontane da quanto si raccoglie oggi sull'AIM.

Un'altra criticità rimasta invariata è rappresentata dall'obbligo in capo al gestore del portale di verificare, ai fini del perfezionamento dell'offerta, che almeno il 5% degli strumenti finanziari offerti sia stato sottoscritto da investitori professionali, *business angels*, fondazioni bancarie, aventi i requisiti di onorabilità e almeno uno tra i seguenti requisiti: (i) aver effettuato nell'ultimo biennio almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in piccole e medie imprese, ciascuno dei quali almeno pari a 15.000 euro o (ii) aver ricoperto la carica di amministratore esecutivo per almeno 12 mesi in piccole medie imprese diverse dalla società offerente. Il limite è ridotto al 3% nel caso in cui gli ultimi 3 bilanci siano revisionati. Si tratta di una soglia che aveva una logica in relazione alle *start-up* innovative, ma che non può considerarsi adatta a tutte le iniziative che ormai tendono ad essere generaliste. A titolo di esempio chi costituisca una S.r.l. al fine di aprire una pizzeria o vendere un immobile probabilmente avrà difficoltà a trovare un investitore qualificato che investa il 5% in tali attività.

Un altro tema da approfondire, come anticipato dal Dottore Bellofiore, è rappresentato dal rapporto del *crowdfunding* con i mercati. Poiché l'*equity crowdfunding* si sostanzia nel *placement* di azioni o quote al pubblico, in termini molto larghi può essere assimilato ad un servizio di collocamento, ovvero ad un servizio di investimento soggetto ad autorizzazione. Tuttavia il mercato del *crowdfunding* è un mercato primario in cui il *seller* è l'offerente e chi compra è il *crowd*. La mancanza di un mercato secondario implica che qualora gli investitori non esercitino il diritto di recesso nei sette giorni dall'adesione o entro sette giorni dalla data in cui vengano a conoscenza di un fatto nuovo o di un errore materiale, non potranno revocare l'adesione all'offerta o recedere dall'investimento effettuato.

In una logica futura di evoluzione, possiamo auspicare la creazione di un *link* fra piattaforme di *crowdfunding* e alcuni mercati (sistemi multilaterali di negoziazione, AIM, mercati non regolamentati) in

modo tale da poter garantire, alla chiusura dell'offerta, la possibilità di scambiare su un mercato secondario le azioni o le quote acquistate sul mercato primario attraverso la piattaforma di *crowdfunding*.

Sotto un altro profilo si potrebbe invertire l'aspetto cronologico. In altri termini, le piattaforme di *crowdfunding* potrebbero diventare uno dei canali di *placement* anche per quelle offerte sui mercati secondari che non superino la soglia di 5 milioni, soglia che come anzidetto sarà aumentata ad 8 milioni.

Vedo con favore la norma sul regime di circolazione perché di fatto è stato introdotto un regime di dematerializzazione delle azioni, che non è gestito da Monte Titoli, ma dall'intermediario sulle quote delle S.r.l. Si tratta di una innovazione regolamentare importante che agevola i regimi di circolazione delle azioni che chiaramente poteva costituire invece un limite allo sviluppo delle piattaforme.

Infine, sempre in tema di prospettive di sviluppo, preme segnalare il rapporto tra il *crowdfunding* e l'offerta fuori sede. Come noto, la normativa dell'offerta fuori sede si rivolge al collocamento fuori sede di servizi di investimento (e il *crowdfunding* non costituisce un servizio di investimento) o di strumenti finanziari e le quote di s.r.l. non possono essere considerate come tali.

Tuttavia è impensabile che queste piattaforme, che originano da internet non escano dal *web*, poiché chi dovrà fare il collocamento non può pensare che il "crowd" spontaneamente vada sul sito per investire. Verranno al contrario organizzati *roadshow* e presentazioni, che molto probabilmente usciranno dall'*on-line*. In sintesi, il portale *on-line* diventa un mezzo di commercializzazione, ma non costituirà l'unico veicolo di commercializzazione.

Bisognerebbe dunque iniziare a valutare se far diventare il *crowdfunding* un servizio di investimento o se in qualche modo disciplinare l'attività medesima poiché nel caso di un'offerta fuori sede di strumenti finanziari sussiste l'obbligo di avvalersi di promotori finanziari, se invece a titolo di esempio venga creato un *call center* finalizzato a contattare le persone per proporre degli investimenti finanziari potrebbero emergere delle criticità in tema di tutela per gli investitori.

In conclusione, fermo restando che dalla prassi applicativa emergeranno tutta una serie di tematiche ed ipotesi operative che chiaramente il regolatore non poteva prevedere né prendere in considerazione in sede di regolamentazione, auspico che l'industria bancaria e finanziaria effettui una riflessione seria su questo tema e che, soprattutto le SGR, al pari delle banche, possano intraprendere tra le proprie attività lo svolgimento di gestione di portali on-line per la raccolta di capitale presso il pubblico al fine di recuperare la marginalità persa.

Grazie