



DISEC

Centro di Ricerca "Dinamica dei Sistemi  
Economici Complessi"

# **FINANZA PER LA CRESCITA: L'EQUITY CROWDFUNDING**

**DR. STEFANO SCALERA**

**Consigliere Economico del Ministro dell'Economia e Finanze**

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

Grazie dell'invito e per aver organizzato questo convegno su un argomento molto interessante, il *crowdfunding* (CF).

Uno dei temi fondamentali dell'azione di Governo di questi ultimi 4 anni è stato quello di favorire l'accesso al credito e al capitale delle imprese, di qualsiasi dimensione. Era evidente che le normative europee e i conseguenti vincoli sulla capacità di fare credito degli istituti di credito avrebbe reso necessario superare il bancocentrismo del nostro Paese e che, quindi, sarebbero stati necessari altri strumenti per far affluire credito (e capitale) verso le imprese. Su questo scenario si è poi inserita la crisi bancaria.

A questa necessità risponde il programma "Finanza per la crescita", definito e curato dalla Segreteria Tecnica del ministro dell'Economia, che ha come obiettivo quello di dare alle imprese diverse modalità di accesso al credito e all'*equity*. Tra gli strumenti introdotti nella nostra legislazione, vorrei ricordare: gli strumenti per il capitale e la governance come le azioni a voto multiplo, il *direct lending*, i fondi di credito, i *minibond*, i crediti di imposta per gli investimenti, la legge Sabatini e, appunto, il *crowdfunding* per la raccolta di debito e di capitale.

Per inquadrare il crowdfunding e la sua regolamentazione, oggetto di questo convegno, vorrei sottolineare come esso rappresenti una forma di "Fintech". Si tratta, infatti, una nuova forma di accesso al credito e al capitale - in questo senso dico che Fintech è *evolution* e non *disruption* del mondo finanziario - e che nella sua funzione mostra elementi di un *broker* ed allo stesso tempo di un *marketplace*, con le potenzialità che derivano dal mondo digitale. La piattaforma di *crowdfunding* è, però, anche uno strumento di marketing, perché consente all'impresa di farsi conoscere. Il legislatore ha dovuto quindi riflettere se e come le norme esistenti potessero essere adattate per gestire il CF, oppure se queste piattaforme dovessero essere oggetto di una regolazione a parte.

Nell'introdurre la disciplina del CF il legislatore si è trovato da un lato di fronte all'esigenza di consentire alle imprese di utilizzare un canale diretto di finanziamento (capitale o debito), dall'altro di tutelare l'investitore *retail*, che può investire attraverso queste piattaforme e che deve avere tutele informative e garanzia adeguate, in particolare, ma non solo, nella formazione del prezzo.

Occorre, infatti, tener presente che il mondo digitale può mettere a disposizione molte informazioni, alle volte troppe, tutte da verificare. Questo ha due conseguenze da tenere in considerazione: da un lato, poiché l'attività di controllo delle informazioni è complessa e impegnativa in termini di risorse e di tempo, è ancora limitato il numero degli investimenti presenti sulle piattaforme di CF; d'altra parte, avendo costi elevati, tali investimenti non sono ancora così diffusi. Ciò potrebbe tradursi in un ostacolo dell'accesso a

questa forma di finanziamento da parte delle imprese e, allo stesso tempo, potrebbe ridurre le opportunità di investimento per i risparmiatori.

Il CF poteva ricadere nell'ambito della regolamentazione bancaria. Tuttavia, tali piattaforme non presentano la tipica attività degli intermediari finanziari (trasformazione delle scadenze, con i rischi conseguenti). Per questo il CF poteva essere considerato come un servizio di pagamenti (investitori verso l'impresa), ma considerati i temi prima brevemente sollevati relativi alla protezione dell'investitore e alla gestione della corretta informativa, si è ritenuto che il CF non potesse essere regolato come un servizio di pagamento. Ancora, il CF poteva rientrare nell'ambito delle emissioni di titoli. Sebbene i due profili presentino in questo caso maggiore identificazione, la piattaforma non è uno strumento finanziario come definito dalle direttive (Prospetti e dalla MIFID) per cui anche quest'approccio non poteva soddisfare il legislatore. Il CF aveva quindi necessità di un "vestito su misura" ossia di norme diverse da quelle esistenti.

Grazie all'interlocuzione avuta con le autorità di settore, l'idea, poi sfociata in una norma, era di integrare il T.U.F. con una misura ad *hoc* per il *crowdfunding*. Questa scelta, secondo me, è una scelta importante e vincente.

La regolazione è stata inserita all'interno dell'articolo 50 *quinquies* e 100 *ter* del Testo Unico della Finanza, lasciando molto alla normativa secondaria, in modo da consentire aggiustamenti graduali e successivi, anche in funzione dell'evoluzione e delle esigenze del mercato. Sono già state due le revisioni del regolamento Consob: una dovuta a modifiche normative, che ricordava prima il Professor Galano, hanno ampliato la platea di chi può usare il *crowdfunding*, estesa dalle piccole imprese innovative a tutte le PMI; altri aggiustamenti sono nati proprio dalla diretta osservazione di cosa succede nel mercato.

Stabilire tutto in una norma, quando si tratta di Fintech, ingessa strumenti che invece, per loro natura, sono molto flessibili.

Finanza per la Crescita sta dando alle imprese un'opportunità: avere canali di finanziamento diversi da quello bancario e la possibilità di aumentare il capitale senza perdere il controllo dell'impresa. Di questo set di strumenti fa parte il *crowdfunding*. Serve un piccolo sforzo di adeguamento per ottenere poi un grande beneficio.

Con voi vorrei condividere questa riflessione in merito: nel mondo produttivo di oggi c'è bisogno di più capitale di rischio e la maggior parte delle piccole imprese italiane (circa il 67%) sono costituite con la forma

giudica di ditte individuali. Inoltre, là dove la forma giuridica lo consentirebbe, l'imprenditore non apre il capitale per non perdere il controllo dell'impresa.

Cambiare forma societaria o aprire il capitale è una scelta importante. Vedo due fattori che spingono in questa direzione.

Il primo: l'economia digitale facilita il nostro tessuto di micro e piccole imprese. Ne sono esempio le piattaforme di *e-commerce* che distribuiscono prodotti della nostra piccola impresa nel resto del mondo senza aver cambiato la struttura produttiva dell'azienda, ma semplicemente mettendo insieme le varie capacità produttive; ci sono esempi nel campo della moda e dei prodotti alimentari. L'economia digitale ci sta dando oggi un'opportunità che va sfruttata in termini di investimenti, che alla base non devono necessariamente avere il patrimonio dell'imprenditore, anzi.

Il secondo fattore da considerare è che le banche, pur in presenza di una garanzia dello Stato, hanno un problema regolamentare ad aumentare il credito verso le imprese poco capitalizzate.

Il punto è quindi come utilizzare i nuovi strumenti introdotti nel nostro sistema e di lavorare insieme con la CNA per cercare di trovare il modo per consentire alle aziende, soprattutto le micro, di cogliere tutte queste nuove tendenze sul mercato, in grado di aprire molte occasioni di crescita.

Grazie