

Start-up e crowdfunding: al via il Regolamento Consob per il sostegno alle imprese innovative

di Pierfrancesco Zecca

La recente pubblicazione dello scorso 12 luglio relativa al Regolamento Consob per le operazioni cd. di *equity crowdfunding* pone nuovamente l'accento sulle misure necessarie al rilancio ed al sostegno delle imprese giovani nel nostro Paese, prime fra tutte le c.d. start-up innovative, la cui definizione è stata introdotta nel nostro ordinamento dall'art. 25 del decreto "Crescita-bis", ovvero il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179. Obiettivo del legislatore è stato la predisposizione di una regolamentazione delle giovani imprese innovative in un'ottica di semplificazione fiscale, burocratica e di gestione dei rapporti societari. Tale normativa è orientata alla costruzione di un sistema integrato, capace di ridurre i rischi connessi alla mancanza di sostegno economico, che spesso determina la chiusura di molte imprese proprio nella fase iniziale.

La legislazione in materia ha subito negli ultimi mesi diversi interventi novellanti – da ultimo proprio il d.l. 28 giugno 2013, n. 76 – che hanno modificato alcuni dei criteri qualificanti le *start-up* innovative e la relativa disciplina delle operazioni finanziarie e societarie ad esse riservate.

In particolare, l'*equity crowdfunding* identifica un'ipotesi peculiare di operazioni di *fundraising* in cui è concessa la possibilità alle imprese di raccogliere capitali di rischio, attraverso un appello via internet rivolto ad un vasto pubblico di risparmiatori, che possono effettuare investimenti anche di modeste entità. In tal modo – evolvendo dall'originario concetto di *donation crowdfunding* senza fini di lucro – si è sviluppato un concetto di partecipazione collettiva all'investimento nelle imprese.

Con l'emanazione del regolamento in commento l'Italia si afferma quale primo Paese al mondo che abbia regolamentato l'*equity crowdfunding*, precedendo persino gli USA, nonostante la sua delineazione nel pacchetto *Jobs Act* da parte del Presidente Obama.

Sul fronte europeo invece, si segnala un quadro d'insieme piuttosto omogeneo, sia per legislazione sia per diffusione del fenomeno, laddove si è rilevato che solo nel 2012 sono stati raccolti circa 300 milioni di euro tramite le piattaforme di *crowdfunding*, pari ad un terzo di quanto raccolto a livello mondiale, con una stima per il 2013 che prevede un incremento del dato del 50% (cfr. K. De Buysere, O. Gajda, R. Kleverlaan, D. Maron, *A framework for European Crowdfunding*, 2012).

In specie, il regolamento Consob interviene a delineare requisiti e regole di condotta in riferimento agli operatori che potranno esercitare la raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line.

Nella prima parte dell'intervento, attinente alle "Disposizioni generali", si disciplinano deleghe regolamentari (art. 1) definizioni (art. 2) e modalità di comunicazione e trasmissione di informazioni alla Consob a mezzo PEC (art. 3).

Di seguito si passa alla istituzione del Registro e disciplina dei gestori dei portali (artt. 4-12), determinando la procedura di iscrizione al registro Consob, ma soprattutto i requisiti di *onorabilità e professionalità* che devono necessariamente possedere rispettivamente i «soggetti che detengono il controllo» (art. 8) e i «soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo» (art. 9), pena perdita – o sospensione nei casi di legge – dell'autorizzazione. Tali requisiti sono identificati, per quanto concerne l'onorabilità, nell'assenza di condanne penali, mentre per professionalità s'intende il possesso di competenze specifiche in materia.

Quanto alle regole di condotta (artt. 13-21), i predetti gestori dovranno attenersi a principi quali i doveri di diligenza, trasparenza, gestione dei conflitti d'interesse, parità di trattamento dei destinatari delle offerte, nonché assicurare trasparenza nelle informazioni rese agli investitori. L'elemento della trasparenza informativa sembra essere carattere distintivo del Regolamento, che prevede forme di aggiornamento e pubblicità costante tramite una piattaforma informatica dedicata e facilmente fruibile dall'utenza.

Proprio il rapporto con gli investitori è un altro punto nevralgico del Regolamento, laddove si prevede un chiaro *iter* informativo degli stessi, che dovranno compilare preventivamente un questionario predisposto dalla Consob nella sezione *investor education* e dichiarato di «essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento» che intendono effettuare.

Da sottolineare l'esclusione dei clienti professionali (*banche, sim, business angel, venture capitalist*) dall'alveo dei destinatari della procedura di *crowdfunding*, onde tenere ben distinta la platea degli stessi dagli investitori *retail* non professionali.

L'ammissione dell'offerta sul portale da parte dell'impresa emittente è condizionata alla preventiva verifica, da parte del gestore, della previsione del diritto di recesso dalla società e, nel caso in cui i soci di controllo successivamente all'offerta lo trasferiscano a terzi, del diritto di co-vendita delle partecipazioni acquisite. È prevista inoltre – sempre in un'ottica di garanzia di trasparenza informativa – una specifica comunicazione da inoltrare alla società e la pubblicazione dei patti parasociali sul proprio sito internet.

Quanto al perfezionamento delle offerte, il gestore del portale dovrà preventivamente verificare che almeno il 5% degli strumenti finanziari offerti sia stato sottoscritto da investitori professionali, ovvero da fondazioni bancarie o incubatori. In proposito, si denota uno dei punti più controversi della disciplina, in quanto il ruolo degli investitori professionali quali garanti dell'investimento sarebbe ben diverso da quello dei clienti professionali suindicati, che invece restano esclusi dall'accesso alla piattaforma d'investimento, benché essi potessero essere un bacino d'utenza maggiormente orientato a puntare sulle start-up innovative.

A garanzia della sussistenza di un'adeguata copertura finanziaria degli strumenti d'investimento, i fondi necessari al perfezionamento degli ordini dovranno essere versati in un conto indisponibile, intestato all'emittente presso banche o imprese d'investimento, cui saranno trasmessi gli ordini salvo, in ogni caso, il diritto di revoca riconosciuto all'investitore, qualora ricorrano cambiamenti significativi della situazione dell'emittente ovvero delle condizioni dell'offerta.

È altresì rilevante il ruolo di coordinamento affidato agli investitori professionali, ovvero banche ed imprese d'investimento, che operano nel rispetto della disciplina MIFID (*Market in Financial Instruments Directive*) in tema di servizi d'investimento, così come delineata dalla direttiva comunitaria 2004/39/CE e recepita nel 2007 nel T.U.F. italiano.

Tuttavia, al fine di contemperare esigenze di regolamentazione ed incentivo degli investimenti, la Consob ha previsto la fissazione di c.d. *soglie rilevanti* investimento, al cui superamento è prevista l'applicazione delle regole suindicate, pari a 500 euro per investimento o 1.000 euro annui per le persone fisiche e 5.000 euro per investimento e 10.000 euro annui per quelle giuridiche.

Per quanto riguarda il profilo sanzionatorio, in caso d'irregolarità e gravi violazioni delle norme suindicate, il Regolamento prevede che la Consob possa – in caso di necessità ed urgenza – disporre la sospensione cautelare (art. 22) del gestore per un periodo non superiore a 90 giorni, ovvero – solo per violazioni accertate – possa irrogare sanzioni (art. 23) quali: ulteriore sospensione (da uno a quattro mesi) ovvero la radiazione dal registro, nelle fattispecie tassativizzate oltre a sanzioni pecuniarie.

La disposizione in analisi si presenta non solo pionieristica in materia – laddove mirata a costituire un importante strumento d'incentivo e sostegno all'investimento nelle piccole realtà imprenditoriali di natura innovativa – ma potrà essere spunto di ulteriori ipotesi applicative ad ampio spettro.

Infatti, qualora l'esperienza del *crowdfunding*, riservato alle *start-up* innovative, dovesse aver successo, si potrebbe senz'altro pensare – ed auspicare – la sua estensione anche ad imprese che, pur non rientrando in tal categoria, vogliano attivare tale forma di raccolta “aperta” di finanziamento agli investitori non professionali.

Tenendo ben presente che primaria e “volantica” forma d'investimento è, e sarà sempre, quella della creazione di posti di lavoro, possibilmente stabili, si può affermare che tra gli obiettivi primari in questo momento di grave, diffusa e perdurante crisi economica e conseguente incertezza finanziaria – che si riverbera inevitabilmente sulla capacità produttiva delle imprese con un ricircolo stagnante dei flussi non solo negativo ma regressivo fino al rischio di una vera paralisi di ogni mercato – può e deve esserci l'adattamento dei modelli industriali e produttivi alle rinnovate esigenze di competitività a livello globale, nell'ambito del quale non possono non essere contemplate forme di finanziamento partecipato come quella in esame.

Alla luce di quanto detto, particolarmente importanti saranno gli esiti applicativi del regolamento Consob, in quanto consentiranno di valutare l'effettiva portata innovativa dell'istituto del *crowdfunding* e di svilupparne l'effettivo potenziale di crescita applicativa dello stesso.

È ormai evidente l'avanzare di una comune necessità di transizione da un'economia chiusa e strutturata verso nuovi modelli economico-produttivi di tipo *open*, in cui la condivisione di conoscenze, esperienze e risorse anche di tipo finanziario sia il fulcro operativo e che vada oltre il mero approccio individualista.

Forse è proprio questo il punto di partenza per l'attuazione della vera *sharing economy*, che parta dall'uso virtuoso degli importanti strumenti 2.0 e divenga mezzo di condivisione delle risorse, in un sistema in cui il profitto non sia più antagonista dell'equità. Torniamo dunque alla vera origine di ogni problematica economica: domanda-offerta e occupazione, ovvero alla necessità di trovare sempre nuove forme utili alla creazione del maggior numero possibile di posti di lavoro.

Pierfrancesco Zecca
Docente a contratto di diritto del lavoro
Università LUM - Jean Monnet