

Febbraio 2019

Equity crowdfunding, PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare?

*Michele de Mari**

1. La raccolta di capitali di rischio (azioni e quote) di PMI (piccole e medie imprese) non quotate¹ tramite portali *on line* di *equity crowdfunding* – disciplinati dal Testo unico della finanza (TUF) e dal Reg. Consob sull'*equity crowdfunding* n. 18592/2013 c.s.m. – mostra nell'ultimo periodo imponenti tassi di crescita, ancorché le masse intermedie risultino, rispetto ad altri paesi (come il Regno Unito), ancora modeste in valore assoluto. La possibilità per le PMI italiane di finanziarsi tramite piattaforme *on line*, senza dover quindi ricorrere al canale bancario ovvero ad altri canali di finanziamento, rappresenta un vero e proprio piccolo *boom* sia in termini di raccolta (33,3 mln di euro al 30.6.2018, di cui 11,6 mln nel 2017 e 14,2 mln nella prima metà del 2018)² sia in termini di nuovi portali autorizzati dalla Consob (attualmente 32 in totale, di cui solo 2 intermediari abilitati; nel 2016 i gestori iscritti nel Registro dei gestori di portali tenuto dalla Consob erano solo 17). I dati evidenziano che è in crescita anche il numero di singoli investitori *retail* disposti ad impiegare una piccola parte del proprio patrimonio in questa forma di investimento.

Il settore dovrebbe ulteriormente ampliarsi, atteso che, a livello comunitario, sono in corso di elaborazione novità normative che vorrebbero aprire i portali *on line* anche all'offerta "transfrontaliera comunitaria" di valori mobiliari (non solo *equity* ma anche "capitale di debito") e di "prestiti" (*lending crowdfunding*). Recentissimamente, peraltro, è stata già introdotta nel nostro ordinamento – con la Legge di Bilancio 2019 (art. 1, commi 236 e 238, L. 30.12.2018, n. 145) – la facoltà per le PMI di raccogliere tramite portali *on line* finanziamenti sotto forma di *obbligazioni* o di *strumenti finanziari di debito*

* *Professore di diritto bancario e dei mercati finanziari nell'Università di Verona.*

¹ Sono PMI le imprese che hanno meno di 250 occupati e un fatturato netto superiore a 50 milioni di euro, oppure un totale di bilancio annuo superiore a 43 milioni di euro (Decreto del Ministro delle Attività Produttive del 18 aprile 2005; art. 2, paragrafo 1, lett. f, primo alinea, Regolamento Ue n. 2017/1129 del 14 giugno 2017). Sono invece PMI quotate, le piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate, il cui fatturato anche anteriormente all'ammissione delle proprie azioni, sia inferiore a 300 milioni di euro, ovvero quelle che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore ai 500 milioni di euro. Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato entrambi i predetti limiti per tre anni consecutivi (art. 1, co. 1, lett. w, TUF; art. 2-ter Reg. Consob Emittenti n. 11971/1999).

² Fonte *Osservatori Entrepreneurship & Finance* Politecnico di Milano 2018.

(cfr. artt. 1, co. 5-*novies* e 100-*ter*, co. 1-*ter*, TUF, nuovi testi)³; modalità di raccolta che – conviene sottolinearlo – entreranno in diretta concorrenza con i c.d. mini-bond, a cui le PMI già possono ricorrere dal 2013 e anzi lo fanno massivamente (la raccolta ammonta nel periodo 2017-metà 2018 a 1,8 miliardi di euro).

2. In un quadro generale così promettente – dove i portali *on line* costituiscono per le PMI una importante leva di crescita nonché l’anticamera per la quotazione sui *multilateral trading facility* (MTF) o sui mercati regolamentati per le emittenti più performanti – deve però registrarsi un importante limite: l’attuale mancanza di un mercato secondario dove disinvestire le partecipazioni in PMI non quotate.

Certo si potrebbe opinare che, per le imprese che aspirano ad un più agevole e liquido disinvestimento dei propri titoli, c’è sempre la strada maestra dei Mercati di crescita per le PMI (art. 69 TUF), se non addirittura dei più “nobili” mercati regolamentati; anche se, per le PMI S.r.l., le partecipazioni sociali non possono essere rappresentate da azioni e, quindi, le quote (che, di norma, non integrano frazioni omogenee e standardizzate⁴) mal si prestano alla creazione e allo scambio in un mercato delle partecipazioni. L’ammissione alla quotazione e alle negoziazioni richiede in ogni caso requisiti dimensionali che la gran parte delle PMI non sono in grado di raggiungere e costi di quotazione, *governance* e di informativa che normalmente non possono sopportare. La mancanza di un mercato secondario dove disinvestire quote o azioni di PMI non quotate rappresenta allora una criticità non banale e soprattutto determina un forte disincentivo alla sottoscrizione di questi titoli, che così aggiungono alla loro intrinseca rischiosità il carattere dell’illiquidità.

Giova ricordare che i portali di *equity crowdfunding* non possono costituire per la normativa MiFID2-MiFIR sedi di negoziazione (né MTF, né mercati regolamentati, né altre sedi organizzate di negoziazione, tutte strettamente tipizzate dalla normativa citata), dove il gestore dei portali *on line* possa consentire l’incrocio (discrezionale o non discrezionale) di ordini di acquisto e vendita dei predetti strumenti, ma solo un luogo dove il pubblico degli investitori può *acquistare* detti strumenti⁵. Né v’è bisogno di rimarcare

³ Non sono invece ancora regolate le *Initial Coin offerings* (ICOs: “offerte di moneta digitale iniziali”) tramite portali di *investment crowdfunding*. La Consob, per il momento – rilevata la natura di *prodotto finanziario* dell’oggetto dell’Offerta (*token* digitali rappresentativi di “diritto di profitto”) – ha provveduto, in alcuni primi casi, a sospendere in via cautelare l’operazione (cfr. Delibera Consob n. 20660 del 31 ottobre 2018).

⁴ Per la verità sembra oramai doversi ammettere l’emissione di *quote* di PMI S.r.l. *standardizzate*, in ragione della facoltà data al modello PMI S.r.l. (cfr. art. 57, co. 1, del D.L. 24.4.2017, n. 50, convertito nella L. 23.6.2017, n. 96) di creare, in deroga all’art. 2468, commi 2 e 3, c.c., *categorie di quote fornite di diritti diversi da quelli spettanti alle altre partecipazioni* e quindi categorie di quote *identiche* tra loro, cfr., da ultimo, O. CAGNASSO, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle S.r.l. PMI*, in Atti del Convegno di Courmayeur del 14-15 settembre 2018 su “S.r.l., piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?”, p. 5, in www.cndps.it.

⁵ Per più diffuse considerazioni, sia consentito il rinvio al mio *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, Milano, 2018, p. 96 ss., p. 157. In USA e UK si stanno diffondendo piattaforme web (vigilate dalle autorità di controllo) che, integrando quelle di *equity crowdfunding*, consentono di scambiare titoli di società non quotate.

che oggi l'offerta tramite portali di *equity crowdfunding* può essere un'offerta di "sola sottoscrizione", ossia di strumenti finanziari di nuova emissione di PMI e non anche di *compravendita* di strumenti finanziari già emessi ed in circolazione (v. art. 100-ter, co. 1, TUF, nonostante l'art. 50-quinquies, co. 2, TUF faccia, per la verità – forse per una caduta lessicale – riferimento anche ad ordini di *compravendita*). Parimenti il meccanismo facoltativo di trasferimento delle quote di PMI in forma di S.r.l. (art. 100-ter, co. 2-bis, TUF), alternativo a quello previsto dall'art. 2470, co. 2, c.c., non consente (né è pensato per) la formazione di un mercato secondario di tali strumenti, pur agevolando la circolazione delle quote e riducendo i costi di transazione. Né le certificazioni comprovanti la titolarità delle quote – rilasciate dagli intermediari agli investitori, nell'ambito del predetto sistema, per l'esercizio dei diritti sociali – sono suscettibili di essere utilizzate come strumenti per il trasferimento della proprietà delle quote (art. 100-ter, co. 2-bis, lett. b, n. 2, TUF).

Manca, quindi, allo stato, un mercato secondario dove *alienare* i titoli di queste società, nonostante queste ultime si presentino come società *aperte* e *con partecipazioni diffuse tra il pubblico* proprio in ragione dell'offerta al pubblico del proprio capitale di rischio effettuata tramite il *crowdfunding*⁶ (per le PMI in forma di S.r.l., la deroga *tipologica* all'art. 2468, co. 1, c.c. è contenuta nell'art. 100-ter, co. 1-bis, TUF). Ciò implica che gli investitori possono rimanere "prigionieri" dei propri titoli, salvo che non riescano a liquidarli attraverso trattative private ovvero ad esercitare l'*exit* dalla PMI in ipotesi di cambio di controllo societario come prevede la normativa (art. 24, co. 1, Reg. Consob n. 18592/2013 c.s.m.).

3. Sensibile a questa criticità è la Proposta di Regolamento Ue dell'8.3.2018 relativa ai "fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese" in corso di gestazione. Le Istituzioni comunitarie – già da tempo focalizzate sulla *Capital Market Union* e sul piano di azione *FinTech* – stanno infatti lavorando alla predisposizione di una Proposta di Regolamento, immediatamente applicabile nei singoli Stati membri, sui fornitori transfrontalieri di servizi di *crowdfunding* basata sull'*investment* e sul *lending crowdfunding*. Lo schema di Regolamento (cfr. cons. 35 e art. 17) preconizza una "bacheca elettronica" – presente sulla stessa piattaforma in cui è stato effettuato l'investimento iniziale – dove i clienti possono interagire tra loro per la *compravendita* di

⁶ Onde evitare equivoci è bene sottolineare che qui la terminologia usata ("società aperte con partecipazioni diffuse tra il pubblico") non integra la nozione di *emittenti diffusi* ai sensi dell'art. 2-bis Reg. Consob n. 11971/1999. La Consob non ha mancato di precisare che "la semplice effettuazione di offerte di titoli azionari tramite portali per la raccolta di capitali on-line non rappresenta elemento sufficiente ad integrare il requisito qualitativo ex art. 2-bis, comma 2, del RE, richiesto per l'assunzione della qualifica di emittente diffuso". Infatti, le società che effettuano un'offerta sugli anzidetti portali non sono soggette alle disposizioni in materia di offerte pubbliche di sottoscrizione e vendita, in quanto le offerte sui portali hanno un controvalore massimo inferiore alla soglia quantitativa determinata dalla Consob per le offerte al pubblico (cfr. CONSOB, *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori* del 31 ottobre 2018, p. 23 s., in www.consob.it).

valori mobiliari già oggetto di *crowdfunding*⁷. Il legislatore europeo fa molta attenzione nel precisare che i portali e le bacheche elettroniche non sono sistemi di scambio e che la negoziazione avviene a discrezione dei clienti (pur potendo suggerire il gestore del portale un prezzo non vincolante dello strumento), ma sembra però trascurare l'ipotesi che un siffatto meccanismo possa in ogni caso dar luogo al servizio di *mediazione di strumenti finanziari*, che, ai sensi dell'art. 1, co. 5-*sexies*, TUF, costituisce comunque un'attività di investimento riservata, alla quale i *gestori autorizzati di portali on line* non sono (né possono essere) abilitati⁸. Perché vi sia mediazione (e senza poter entrare qui nel dettaglio civilistico della vicenda) è infatti sufficiente la *mera iniziativa materiale* del mediatore per la conclusione di un affare e la “bacheca elettronica” ben si presta ad essere qualificata come uno strumento idoneo in tal senso, a prescindere, almeno secondo una opinione, dall'esistenza del rapporto contrattuale con le parti intermedie e dalla conclusione dell'affare tra le parti medesime. E in ogni caso gli *elettronici bulletin board* possono al più facilitare il processo di scambio ma non certo consentire l'incrocio tra gli interessi di acquisto e vendita e risolvere il problema dell'illiquidità degli strumenti finanziari in parola.

4. La soluzione tecnica per agevolare lo scambio delle partecipazioni sociali in PMI andrà quindi ricercata più a fondo e su un altro terreno. Probabilmente, distinguendo tra mercati secondari di azioni e di quote di PMI e all'interno delle PMI S.r.l. tra quote a rilevanza personale e categorie di quote standardizzate, suscettibili di scambio su *marketplace* che esulano dalla rigorosa disciplina MiFID2-MiFIR in materia di sedi di negoziazione organizzate, sempre che le quote di S.r.l. continuino, ai fini del TUF, a non essere qualificate come strumenti finanziari. Ma il tema qui solo sfiorato merita senz'altro più attento approfondimento: appare infatti una forzatura consentire l'offerta al pubblico di partecipazioni in PMI tramite portali di *crowdfunding* e poi limitare alle sole trattative individuali ovvero alle ipotesi tipizzate di diritto di recesso e di co-vendita la possibilità di *wayout* da questo mercato, trattando in definitiva queste imprese come delle piccole società *chiuse*.

⁷ Sul tema dei blog e delle bacheche (presenti sui portali di *crowdfunding*) come punto di incontro tra investitori, v. già Consob, *Equity crowdfunding. Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una start-up innovativa tramite portali on line*, 2013, p. 16.

⁸ Conviene ricordare, con riferimento all'ambito oggettivo della mediazione, che le *quote di partecipazione in s.r.l.* non sono qualificate come strumenti finanziari ma rientrano invece nel novero dei *prodotti finanziari* (Comunicazione Consob n. 1043775 del 1 giugno 2001; v. anche art. 100-*ter*, co. 1-*bis*, TUF), non perché prive del carattere della *negoziabilità* ma perché non incorporate in *titoli ex art. 2468 c.c.* Si noti che – ai soli fini della disciplina dell'*equity crowdfunding* – le quote di s.r.l. sono considerate strumenti finanziari (art. 2, lett. *h*, Reg. Consob n. 18592/2013).