

Maggio 2013

Equity Crowdfunding: prerogativa di tutti o possibilità per pochi?

Romeo Battigaglia e Maria Giusy Naccarato, Simmons & Simmons

Introdotta nel nostro ordinamento con il Decreto Legge del 18 ottobre 2012, no. 179 (convertito con modificazioni dalla Legge del 17 dicembre 2012, no. 221) (“**Decreto**”), che demanda alla CONSOB la definizione dei relativi profili di dettaglio, la nuova normativa sull’*equity crowdfunding* sembrerebbe, almeno in prima battuta, aprire nuove prospettive per l’accesso al capitale da parte di imprese, le start-up innovative individuate dal Decreto (“**Start-up**”), operanti prevalentemente nel settore tecnologico.

Con l’*equity crowdfunding*, le Start-up possono raccogliere capitali di rischio (*funding*) tramite internet, rivolgendosi al pubblico indistinto (*crowd*). Nel processo di raccolta di capitali di rischio, normalmente riservato a banche e imprese di investimento, sono coinvolti anche soggetti non istituzionali in possesso dei requisiti stabiliti dalla CONSOB con proprio regolamento. Una bozza di tale regolamento (“**Regolamento**”) è stata sottoposta alla pubblica consultazione nel periodo intercorrente tra il 29 marzo 2013 ed il 30 aprile 2013. Gli esiti di tale consultazione, unitamente al testo del regolamento definitivo, non sono ancora stati diffusi.

L’avvio dell’operatività nell’*equity crowdfunding* è, dunque, strettamente correlato con la definizione del quadro normativo regolamentare, che dovrà precisare, tra l’altro, il regime applicabile alla promozione e collocamento on-line di strumenti finanziari effettuato da parte di soggetti diversi da banche e imprese di investimento.

In linea di principio, infatti, l’attività di raccolta presso il pubblico, tramite portali on-line, di capitali di rischio per imprese, integra la fattispecie della promozione e del collocamento a distanza di strumenti finanziari¹ e, come tale, è riservata ai soli intermediari autorizzati allo svolgimento dei servizi di investimento previsti dall’articolo 1, comma 5, lett. c) e *c-bis*) del Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998, no. 58 (“**TUF**”), ovvero sia le imprese di investimento e le banche autorizzate alla prestazione dei servizi di collocamento di strumenti finanziari.

¹ Si vedano, *inter alia*, le seguenti comunicazioni della CONSOB: Comunicazione CONSOB n. DI/99027795 del 13 aprile 1999; Comunicazione CONSOB n. DI/99052838 del 7 luglio 1999; Comunicazione CONSOB n. DI/99091709 del 15 dicembre 1999.

In deroga a quanto sopra, e con l'obiettivo di agevolare la raccolta di capitali di rischio da parte delle Start-up, il Decreto consente, a certe condizioni, la raccolta di capitali attraverso portali on-line - ovvero sia le piattaforme on-line che hanno come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte di tale tipologia di società ("**Portali**") - gestiti da soggetti non rientranti nelle predette categorie di intermediari autorizzati.

Si tratta dei soggetti non istituzionali individuati all'articolo 50-*quinquies* del TUF ("**Gestori**"), iscritti in un apposito registro tenuto dalla CONSOB ("**Registro**").

Sulla base del Regolamento, e fatte salve eventuali modifiche contenute nel testo definitivo, i Gestori:

(i) sono assoggettati a oneri autorizzativi e regolamentari semplificati rispetto a quelli generalmente applicabili agli intermediari che svolgono servizi di investimento;

(ii) possono svolgere l'attività di gestione di Portali per la raccolta di capitali esclusivamente per Start-up e a condizione che gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale delle stesse siano trasmessi a banche e imprese di investimento. Tali banche e imprese di investimento saranno tenute a porre in essere i presidi di correttezza e trasparenza applicabili nel contesto della prestazione di servizi di investimento a tutela dei clienti (profilatura del cliente, valutazione della coerenza dell'investimento rispetto alle caratteristiche del medesimo etc.)

(iii) non possono detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi;

(iv) beneficiano di una significativa esenzione dalla disciplina relativa allo svolgimento dei servizi di investimento ed dai relativi obblighi di comportamento – ai Gestori non si applicano, infatti, le disposizioni in materia di svolgimento dei servizi e delle attività di investimento di cui alla Parte II, Titolo II, capo II del TUF (articoli da 21 a 25-*bis* del TUF) e l'articolo 32 del TUF relativo alla promozione e collocamento a distanza di servizi e attività di investimento e strumenti finanziari. Ai Gestori sono applicabili le specifiche regole di condotta definite dalla CONSOB nel Regolamento.

Tale contesto, seppure, in linea di principio, si presta ad essere valutato in maniera positiva, in quanto agevola l'accesso al capitale di rischio da parte delle Start-up, non muta nella sostanza le problematiche di carattere pratico che si presentano agli operatori non istituzionali.

I Gestori, infatti, dovranno dotarsi di un'organizzazione interna, di un sistema di regole e di procedure – di fatto una vera e propria struttura di compliance - fin troppo complesse se commisurate con il limitato ambito di operatività degli stessi. Inoltre, il Decreto ed il Regolamento già accordano un'ampia tutela al potenziale investitore, per l'aver previsto il coinvolgimento necessario di una banca o impresa di investimento nell'attività svolta tramite Portali ed aver demandato a tali soggetti le verifiche connesse

con lo svolgimento di attività di investimento e le cautele necessarie a garantire che gli investitori compiano scelte d'investimento consapevoli.

L'iscrizione nel Registro dei Gestori è subordinata al ricorrere dei seguenti requisiti, previsti all'articolo 50-*quinquies* del TUF e dettagliati del Regolamento:

1. forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa;
2. sede legale e amministrativa nel territorio italiano²;
3. oggetto sociale conforme all'esercizio professionale del servizio di gestione di Portali per la raccolta di capitali di rischio di Start-up. Si precisa, al riguardo, che la previsione di cui all'articolo 50-*quinquies* del TUF non sembra imporre alcun vincolo di esclusività dell'oggetto sociale del gestore, al quale, si richiede di dotarsi (ai fini dell'iscrizione al Registro) di un oggetto sociale "conforme" con l'esercizio dell'attività di gestione sopra indicata e, implicitamente, si consente lo svolgimento di altre attività. Differente, invece, la nozione di Portale, di cui all'articolo 1, comma 5-*novies*, del TUF, che deve avere quale finalità esclusiva l'attività di facilitazione della raccolta di capitali di rischio da parte delle Start-up;
4. possesso da parte di coloro che detengono il controllo e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo dei requisiti di onorabilità stabiliti nel Regolamento;
5. possesso da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, dei requisiti di professionalità stabiliti nel Regolamento.

Alla domanda di iscrizione dovranno essere allegati, tra l'altro, un programma concernente l'attività iniziale, le procedure adottate per l'esercizio dell'attività e la tipologia di servizi accessori che si intende esercitare, nonché una relazione sulla struttura organizzativa che illustri le eventuali deleghe a terzi di funzioni operative essenziali e contenga le ulteriori informazioni indicate nel Regolamento.

Ai fini del rilascio del provvedimento di iscrizione al Registro, la CONSOB accerta il possesso dei predetti requisiti (fase accertativa) e valuta la capacità del soggetto istante di esercitare correttamente la gestione di un portale (fase valutativa).

Il termine per il rilascio del provvedimento di iscrizione è di 60 giorni a decorrere dalla data di presentazione della domanda corredata della documentazione necessaria. Tale termine può essere interrotto dalla medesima Autorità in caso di irregolarità o incompletezza della domanda e, ove ciò avvenga, lo stesso ricomincerà a decorrere dalla

² Per operare quali Gestori in Italia, i soggetti con sede nel territorio della comunità europea dovranno avere una stabile organizzazione (sede secondaria) in Italia, nonché essere in possesso degli ulteriori requisiti previsti dal Decreto.

data di ricevimento da parte della CONSOB della documentazione mancante. Il termine può essere, inoltre, sospeso nel corso dell'istruttoria per la richiesta di ulteriori elementi informativi fino alla data di ricezione degli stessi.

Anche sotto il profilo dell'offerta, la nuova normativa assicura agli investitori che aderiscano ad iniziative di *equity crowdfunding* un livello di tutela sostanzialmente equivalente a quello assicurato alle offerte effettuate tramite intermediari autorizzati. Le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più Portali per la raccolta di capitali per Start up sono soggette ai seguenti limiti:

- a. possono avere ad oggetto esclusivamente la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalle Start-up, azioni o quote³;
- b. devono avere un corrispettivo totale all'interno dell'Unione Europea inferiore a 5 milioni di Euro. Al riguardo, l'articolo 100-ter del TUF ha esteso alle offerte effettuate tramite Portali l'esenzione dalla disciplina relativa all'offerta al pubblico di prodotti finanziari e, dunque, dall'obbligo di redigere un prospetto, applicabile qualora il corrispettivo totale dell'offerta di prodotti finanziari all'interno dell'Unione Europea sia inferiore al predetto ammontare⁴;
- c. una quota, pari al 5% degli strumenti finanziari oggetto di offerta, deve essere stata sottoscritta, prima dell'avvio dell'offerta, da investitori professionali (come definiti nell'Allegato 3, punto I, del Regolamento CONSOB 16190 del 29 ottobre 2007, ivi inclusi i clienti professionali pubblici di cui all'articolo 2 del D.M. Economia e Finanze 11 novembre 2011 n. 236) ovvero da fondazioni bancarie, società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo di cui all'articolo 2 della legge 5 ottobre 1991 n. 317, incubatori di Start-up di cui all'articolo 25, comma 5, del Decreto. L'introduzione di tale preventiva sottoscrizione persegue l'obiettivo di tutelare gli investitori *retail*, i quali, in tale modo, potrebbero avvalersi della attività di *due diligence* dei progetti esposti sul Portale effettuata da un soggetto professionale;
- d. lo statuto o l'atto costitutivo della Start-up preveda, in favore e a tutela degli investitori *retail* - diversi dai clienti professionali o dalle altre categorie di investitori indicate alla precedente lettera c) – il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni e le relative modalità e

³ L'articolo 26, comma 5, del Decreto deroga al regime ordinario (previsto all'articolo 2468 del codice civile) che vieta l'offerta al pubblico di quote di S.r.l., le quali, invece, possono costituire oggetto di offerta al pubblico se emesse da start up innovative e nei limiti previsti dal Decreto. Nella relazione illustrativa al Decreto si precisa che l'eliminazione del divieto di offerta al pubblico di quote di S.r.l. ha lo scopo di consentire alle start up che non dispongono in fase iniziale di una dotazione di capitale sufficiente per costituirsi in forma di S.p.A., o che intendono crescere senza doversi necessariamente trasformare in S.p.A., di far ricorso al pubblico risparmio.

⁴ Ai fini del calcolo della soglia di esenzione menzionata nel testo, si considerano unitariamente più offerte aventi ad oggetto il medesimo prodotto effettuate dal medesimo emittente od offerente nell'arco di 12 mesi.

condizioni di esercizio, nel caso in cui i soci di controllo della Start-up trasferiscano, successivamente all'offerta, il controllo a terzi. L'efficacia di tali clausole⁵ è limitata al periodo in cui le società emittenti mantengono la qualità di start up innovativa (la definizione di Start-up contenuta nel Decreto fissa tale periodo in 4 anni);

- e. in relazione a ciascuna offerta devono essere pubblicate le informazioni previste nel Regolamento.

Di tutti i predetti requisiti, meriterebbe una revisione da parte della CONSOB il meccanismo di garanzia che impone la sottoscrizione preventiva, da parte degli investitori professionali privati di diritto o delle altre categorie di investitori definiti dal Regolamento, del 5% degli strumenti finanziari oggetto di offerta.

Se, come evidenziato dalla CONSOB nel documento di consultazione al Regolamento, obiettivo di tale sottoscrizione preventiva è far beneficiare gli investitori dell'attività di *due diligence* svolta in maniera professionale da soggetti più esperti, sarebbe stato forse preferibile, in un'ottica di semplificazione delle regole, ritenere equivalente ai medesimi fini il rilascio di un parere di una società di consulenza/esperti del settore in merito alla bontà del progetto.

Conclusioni

Contrariamente a quanto sembrava profilarsi nel corso di indagine conoscitiva condotta dalla CONSOB ai fini dell'adozione del menzionato testo regolamentare, il Regolamento richiede ai Gestori uno sforzo notevole per accedere all'attività di *equity crowdfunding*, in termini di struttura operativa, misure organizzative e regole di condotta.

L'imposizione di requisiti di accesso così stringenti si pone in netto contrasto con la volontà del legislatore che, nella relazione illustrativa al Decreto, inquadrava le nuove disposizioni nella prospettiva più ampia di facilitazione dell'attività e riduzione degli oneri di *compliance*.

Inoltre, l'obbligo di operare secondo un modello di "quasi-intermediazione" è una possibile fonte di svantaggio competitivo per i soggetti non istituzionali, rispetto alle banche ed alle imprese di investimento già dotate di strutture organizzative e presidi operativi idonei ad assicurare il rispetto delle regole.

⁵ Nelle osservazioni al Regolamento, la CONSOB ha richiamato le Massime n. 74 e n. 88 della Commissione "Società"-Consiglio Notarile di Milano per sottolineare la legittimità di tali clausole di recesso ovvero di *tag along* (tale ultima tipologia di clausola obbliga un socio, solitamente, il partner industriale o il socio di maggioranza, che intenda vendere ad un terzo la propria partecipazione, a procurare la vendita delle quote partecipative dell'altro socio, di solito, il socio finanziatore o comunque quello di minoranza, che il terzo acquirente si obbliga ad acquistare alle medesime condizioni).

Se il quadro normativo sopra delineato sarà confermato nel testo definitivo del Regolamento, la ricercata semplificazione delle regole potrà risultare nei fatti vanificata e l'operatività dei Gestori inutilmente appesantita, senza alcun reale beneficio in termini di maggiore protezione per gli investitori.