

Luglio 2013

Prime considerazioni sul nuovo regolamento CONSOB in tema di *equity crowdfunding*

Roberto Culicchi, Head of Equity Capital Markets, Hogan Lovells Studio Legale

Lo scorso 12 luglio CONSOB ha pubblicato l'atteso regolamento sull'*equity crowdfunding*.

Si tratta di un evento di importanza primaria nell'ambito del disegno complessivo del legislatore italiano volto a creare condizioni favorevoli al finanziamento delle *start-up* innovative, con l'Italia che, almeno per una volta, si pone all'avanguardia a livello mondiale nella regolamentazione di un fenomeno che in altre giurisdizioni (USA e Australia su tutti) ha raggiunto punte di diffusione notevoli.

Il regolamento in materia di «Raccolta di capitali di rischio da parte di imprese *start-up* innovative tramite portali online» (il «Regolamento»), che si compone di 25 articoli, è stato adottato lo scorso 26 giugno, a conclusione di un *iter* che ha visto succedersi, grazie ad una meritoria ed innovativa iniziativa voluta da CONSOB, una fase preliminare di raccolta di dati e informazioni sul fenomeno del *crowdfunding*, un *open hearing* e una consultazione pubblica che ha raccolto il contributo di associazioni di categoria, operatori di settore e studi legali e che si è chiusa lo scorso 30 aprile 2013.

La versione finale del Regolamento segna un indubbio passo in avanti rispetto alla bozza precedentemente posta in consultazione, avendo CONSOB recepito alcune delle osservazioni avanzate dagli addetti ai lavori in sede di consultazione. Permangono tuttavia alcune criticità che meritano di essere segnalate.

Ambito di applicazione soggettivo ed oggettivo del regolamento in tema di *equity crowdfunding*

Il testo finale del Regolamento conferma l'impostazione originaria contenuta nella normativa primaria (Decreto legge 18 ottobre 2012, n.179, cosiddetto «Decreto Sviluppo») che circoscrive il novero dei soggetti destinatari delle nuove regole in tema di *equity crowdfunding* alle sole *start-up* innovative. Tale limitazione si traduce nell'impossibilità di accedere allo strumento dell'*equity crowdfunding* da parte di una serie di aziende, anche di nuova costituzione, che non rientrano in tale definizione e che sembrerebbero comunque meritevoli di aspirare a forme agevolate di accesso a fonti di finanziamento alternative.

Parimenti non viene accolta la proposta formulata da diversi operatori di ampliare la definizione di strumenti finanziari oggetto del Regolamento, prevedendo nello stesso la possibilità di includere nella definizione di “strumenti finanziari” anche i titoli di debito.

Nel motivare l'impossibilità di allargare l'ambito di applicazione della normativa relativa all'*equity crowdfunding* ad imprese diverse dalle *start-up* innovative ed ai titoli obbligazionari, CONSOB richiama la delega contenuta nel sopra citato Decreto Sviluppo che sembra escludere entrambe le possibilità, in questo modo trincerandosi dietro ad un formalismo giuridico sicuramente ineccepibile ma di fatto limitando *ab origine* molte delle potenzialità che il ricorso a tale forma di raccolta può rappresentare. Peraltro va ricordato come, in diverse occasioni, il Governo italiano abbia annunciato l'intenzione di estendere l'istituto ad altre categorie di soggetti. Si noti come proprio l'ambito di applicazione soggettiva dell'istituto rappresenti una delle più rilevanti differenze con la normativa statunitense, che in uno sforzo teso a sostenere sviluppo ed occupazione, ha concepito l'*equity crowdfunding* come strumento di sostegno genericamente destinato a piccole imprese commerciali o artigiane.

Mercato secondario: quali scenari?

Nella fase di consultazione pubblica l'attenzione di molti commentatori si era concentrata sulla definizione di “offerte”, non essendo chiaro se queste ultime potessero avere ad oggetto la sola sottoscrizione delle partecipazioni nelle *start-up* innovative ovvero anche la compravendita di dette partecipazioni. Più in generale si era da più parti suggerito di prevedere altresì una regolamentazione aggiuntiva relativa alle modalità di successiva compravendita delle partecipazioni e ai compiti e doveri del gestore del portale nell'ambito di tale attività.

Evidente l'intento (e forse anche la preoccupazione) da parte di questi commentatori di trovare delle risposte a quella che da molti operatori viene percepita quale un'esigenza imprescindibile, quella cioè volta alla creazione di un efficiente mercato secondario dei titoli delle *start-up* innovative.

Le attese legate all'introduzione di una tale disciplina sono purtroppo andate deluse. Si deve infatti registrare nel Regolamento emanato da CONSOB la totale assenza di una disciplina relativa alle modalità di successiva compravendita delle partecipazioni o all'eventuale instaurazione di un mercato secondario relativo agli strumenti finanziari offerti, mancanza che viene dall'Autorità nuovamente motivata come conseguenza del fatto che tali fenomeni esulano dalla potestà regolamentare delegata a CONSOB. Ed infatti, secondo quanto argomentato da CONSOB, per quanto riguarda i dubbi interpretativi in merito alla nozione di “offerta”, non si può fare a meno di osservare come l'art. 100-ter del Testo Unico preveda che la stessa possa avere ad oggetto solo la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi da *start-up* innovative, non comprendendo anche la compravendita degli stessi.

Sul tema è interessante però notare come CONSOB, nelle valutazioni relative all'articolato contenuto nel Regolamento, si preoccupi di chiarire come le attività volte ad agevolare la compravendita tra investitori degli strumenti finanziari oggetto di offerta possono rientrare tra le attività accessorie esercitabili dal gestore del portale on-line. Via libera dunque alla possibilità, almeno teorica, da parte dei gestori dei portali di creare apposite sezioni del proprio sito destinate a fungere da vero *marketplace* o luogo di incontro tra domanda ed offerta dei titoli relativi alle *start-up* innovative, sulla falsariga di quanto già accade in altre giurisdizioni. Resta tuttavia da verificare in concreto quanto questo modello di creazione di un mercato secondario affidato allo stesso gestore della piattaforma on line di *equity crowdfunding* sia la soluzione preferibile o consigliabile o se, al contrario, altre soluzioni, quali ad esempio la creazione di accordi di *partnership* da parte del gestore del portale on line dedito alla raccolta tramite *equity crowdfunding* con altri operatori designati a fungere da separato luogo di incontro per la creazione di un mercato secondario debbano essere preferite.

Il ruolo degli investitori professionali “sponsor”

La versione finale del Regolamento prevede, quale condizione di perfezionamento dell'offerta, la sottoscrizione del 5% degli strumenti finanziari oggetto di offerta da parte di investitori professionali di diritto, fondazioni bancarie o incubatori di *start-up* innovative certificati.

CONSOB ha dunque proceduto all'eliminazione dal testo finale del Regolamento della regola, contenuta nella precedente bozza di Regolamento posta in consultazione, che prevedeva che un'azienda potesse iniziare la propria raccolta on line solo dopo che alcuni investitori professionali avessero sottoscritto almeno il 5% degli strumenti finanziari oggetto di offerta. Recependo le istanze sollevate da molti operatori in sede di consultazione secondo cui la prevista condizione di ammissibilità dell'offerta sul portale on-line avrebbe introdotto una barriera all'utilizzo da parte delle *start up* innovative dello strumento, senza peraltro determinare significativi vantaggi per gli investitori *retail*, la Commissione ha modificato tale disposizione, configurando la quota riservata agli investitori professionali quale condizione non già di ammissione ma di perfezionamento dell'offerta.

Pur dovendosi valutare positivamente l'eliminazione della regola contenuta nella precedente bozza di Regolamento posta in consultazione (i costi di intermediazione connessi a tale scelta regolamentare - peraltro non rintracciabili in altri ordinamenti quale, ad esempio, quello statunitense con il *JOBS Act* - uniti alla concreta difficoltà di individuare e reperire categorie di investitori professionali effettivamente interessati al fenomeno dell'*equity crowdfunding*, avrebbero rischiato di rappresentare una notevole barriera all'affermarsi di tale nuova forma di raccolta), non si può fare a meno di evidenziare come qualche perplessità desti anche la nuova disposizione. Se, da un lato, con tale modifica si è, ad avviso dello scrivente giustamente, inteso ridurre il rischio di ostacolare la raccolta, consentendo la presentazione di offerte al pubblico non ancora sottoscritte da investitori professionali, dall'altro non può non sottolinearsi come la

sottoscrizione da parte di investitori professionali potrebbe non realizzarsi affatto, vanificando in questo modo l'attività ed i costi della raccolta di capitali tramite *equity crowdfunding* nel frattempo effettuati.

Permangono inoltre dubbi sulla concreta possibilità di reperire soggetti professionali disposti a sottoscrivere gli strumenti finanziari oggetto di offerta, in particolar modo se si guarda alla definizione di investitori professionali individuata da CONSOB all'interno del Regolamento. Si fa riferimento infatti ai cosiddetti investitori professionali "di diritto", come individuati nell'Allegato 3, punto 1 del Regolamento CONSOB in materia di intermediari (in sintesi, banche, SIM, SGR, imprese di assicurazione, fondi pensione, imprese di grandi dimensioni che soddisfino certi requisiti, ecc.), mentre restano esclusi sia i clienti professionali su richiesta (e cioè le persone fisiche per le quali siano stati accertati il possesso di specifiche competenze ed esperienza in tema di operazioni finanziarie) che - soprattutto - *business angels* e *venture capitalist*, cioè le categorie di soggetti che appaiono essere i soggetti più naturalmente interessati ad investire in *start-up* innovative.

Il governo societario delle *start-up* innovative all'esito del collocamento

Mentre sono evidenti i molteplici benefici attesi dalla raccolta tramite *equity crowdfunding* (abbattimento dei costi di raccolta del capitale di rischio, accesso a fonti di finanziamento ad opera delle *start-up* innovative con regole meno restrittive rispetto al ricorso a banche e fondi di *venture capital*, possibilità di raggiungere clienti ed investitori intenzionati ad investire anche piccole cifre, ecc.), non vanno tuttavia trascurati alcuni dei rischi connessi alle concrete modalità di esplicazione dello strumento. Si allude, *in primis*, alle difficoltà insite nella gestione di una base azionaria inevitabilmente allargata, con le connesse implicazioni in tema di *corporate governance* ed *investor relations*, e all'apertura del capitale a soggetti poco competenti o consapevoli, con cui dover condividere le decisioni strategiche.

Non a caso, nella fase di consultazione non pochi commentatori si sono affannati nel tentativo di identificare possibili soluzioni ed hanno avanzato proposte volte a risolvere o quanto meno limitare le problematiche riscontrabili a livello di *corporate governance* delle *start-up* innovative che fanno ricorso alla raccolta di capitale mediante *l'equity crowdfunding*.

Tra le proposte avanzate per risolvere i profili di *corporate governance* merita di essere segnalata quella volta a favorire la creazione di una società-veicolo – le cui quote/azioni sarebbero sottoscritte dagli investitori – che diventerebbe socia della *start-up*, con la possibilità di prevedere che i soci della società veicolo possano in ogni tempo convertire le proprie partecipazioni in partecipazioni della *start-up*. Detti veicoli di investimento avrebbero l'effetto di consentire l'aggregazione degli interessi della pluralità di investitori in *crowdfunding*, così da ridurre le complessità di gestione di una molteplicità di micro soci nelle innovative, nonché consentire una rappresentazione unitaria di tali investitori negli organi societari. Da altri è stata invece avanzata l'ipotesi

dell'introduzione e la conseguente attribuzione ai sottoscrittori di quote dotate di diritti patrimoniali ma prive di diritti amministrativi.

Per quanto attiene alla creazione di società-veicolo, CONSOB nel Regolamento ha ancora una volta precisato come la possibilità di costituire tali società esuli dall'oggetto di regolamentazione ad essa assegnato. La Commissione si è peraltro preoccupata, sotto un profilo di analisi della concreta convenienza della proposta avanzata, di precisare come l'eventuale ricorso a società veicolo dovrà tener conto anche di quanto disposto dall'art. 29, comma 6 del Decreto Sviluppo, ai sensi del quale le società che investano prevalentemente in *start-up* innovative non possono beneficiare delle agevolazioni fiscali introdotte dai commi 4 e 5 dello stesso articolo.

Per quanto concerne invece la possibilità per l'emittente di creare categorie di quote fornite di diritti diversi, prive di diritti di voto ovvero con diritto di voto limitato, tale possibilità invece è già prevista dall'art. 26, comma 2, 3 e 7 del Decreto Sviluppo.

Sembra quindi potersi concludere che l'identificazione di forme finalizzate a ridurre le complessità di gestione di una pluralità di micro soci tipica delle *start-up* innovative che abbiano fatto ricorso all'*equity crowdfunding* possa essere affidata piuttosto all'introduzione di categorie speciali di azioni o quote che non alla creazione di veicoli di investimento destinati ad investire direttamente nelle *start-up* innovative.

Conclusioni

In conclusione va formulato un giudizio parzialmente positivo sull'introduzione della nuova normativa: pur con alcune lacune e dovendosi con riferimento ad alcune parti del Regolamento ancora lamentare quell'approccio sostanzialmente "paternalistico" seguito da CONSOB nella predisposizione del testo regolamentare, è altrettanto innegabile che, con tempi e modalità inaspettati per un'authority del nostro Paese, siano state poste le basi per lo sviluppo di un fenomeno dagli aspetti potenzialmente dirompenti quale l'*equity crowdfunding*.

La prima fase di applicazione del Regolamento fornirà comunque dati interessanti sullo sviluppo dello strumento, offrendo alla pluralità dei soggetti coinvolti (gestori di portali, *start-up*, investitori e la stessa CONSOB) la possibilità di apportare modifiche "evolutive" alla regolamentazione in oggetto.