

Marzo 2014

Crowdfunding: social lending e profili di regolamentazione prudenziale

Claudio D'Auria, Moderari S.r.l.

1. Premessa

Con il termine *crowdfunding* si intende il processo con cui avviene la raccolta di somme di denaro (*funding*), anche di modesta entità, versate dal pubblico (*crowd*), per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando piattaforme o portali *on-line*.

Il *crowdfunding* è uno strumento partecipativo trasparente e diretto a finanziare progetti sociali a titolo gratuito, prodotti o attività economiche a fronte di piccoli vantaggi economici, grazie al contributo di un gran numero di utenti *on-line* che utilizzano la rete come mezzo principale di finanziamento.

Il *crowdfunding*, nato negli Stati Uniti alla fine degli anni '90 del secolo scorso, è diventato un fenomeno di massa solo negli ultimi anni con l'affermarsi dei *social networks*. Successivamente, tale fenomeno ha avuto un interesse mondiale anche grazie al contributo fornito dal Presidente degli Stati Uniti Barack Obama che nel 2008 ha utilizzato tale processo per la sua campagna elettorale, determinando la diffusione del fenomeno negli ultimi anni in Europa e in particolare in Italia.

2. Principali modelli di crowdfunding

Tra i diversi modelli di *crowdfunding* presenti sul mercato, i più diffusi sono i modelli "*reward based*", "*donation based*", "*equity based*" e "*social lending*".

Il modello di *crowdfunding* attualmente più diffuso è rappresentato dal "*reward based*", che mediante piattaforme *on-line* offre la possibilità di poter partecipare al finanziamento di un progetto ricevendo in cambio un premio o una specifica ricompensa non in denaro.

A differenza del modello "*reward based*", il modello "*donation based*" prevede di effettuare donazioni per sostenere una determinata causa o iniziativa senza ricevere alcun ritorno economico (ad esempio, il finanziamento della campagna elettorale di un candidato con il solo scopo di favorirne l'elezione).

Il modello “*equity based crowdfunding*” si realizza nel caso in cui, mediante un investimento effettuato su una piattaforma *on-line*, si acquisisce un titolo di partecipazione in una società, che fornisce diritti patrimoniali e/o amministrativi nell’impresa beneficiaria dell’investimento.

Infine, il modello “*social lending*” rappresenta una forma peculiare di *crowdfunding* in quanto offre la possibilità di realizzare prestiti tra privati, i quali sono ricompensati con il pagamento di interessi che si realizza attraverso le piattaforme *on-line*.

Da questa prima analisi emerge che il *crowdfunding*, nonostante sia un fenomeno recente e promosso grazie allo sviluppo globale dei processi di socializzazione e condivisione, presenta diverse finalità a seconda degli ambiti che intende promuovere e sostenere. Nonostante la rapida diffusione del fenomeno, nella maggior parte dei paesi in cui operano le piattaforme di *crowdfunding*, tale attività non è soggetta a regolamentazione specifica, ma rientra nell’ambito di applicazione di discipline già esistenti.

3. L’*equity crowdfunding*

In termini generali, l’Italia si è dotata di una specifica normativa legislativa e regolamentare relativa al solo *equity crowdfunding*, stabilendo, in particolare, che le *start-up* innovative possano beneficiare del modello in questione.

Proprio alle *start-up* innovative, che si caratterizzano per la minore capacità di ottenere credito bancario, sono rivolte alcune delle norme introdotte dal Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179 (c.d. “Decreto Crescita 2.0”), convertito nella Legge 17 dicembre 2012 n. 221 recante “Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese”, che hanno posto particolare rilievo alle piattaforme di *equity crowdfunding*, poiché capaci di favorire lo sviluppo delle *start-up* innovative.

Specificatamente, il “Decreto Crescita 2.0” e le sue successive modificazioni ⁽¹⁾ hanno indicato tutte le caratteristiche che le *start-up* devono possedere per essere considerate “innovative”, tra cui la costituzione da non più di 48 mesi di vita, la sede principale in Italia, il valore della produzione inferiore a € 5 milioni per anno, non aver mai distribuito utili, l’oggetto sociale deve riguardare lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico, e non deve risultare da una fusione, da una scissione o dalla cessione di azienda o ramo di azienda.

Alla luce delle innovazioni normative introdotte dal Decreto sopra citato, il Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza, di seguito TUF) ha incluso tale normativa negli articoli 50 *quinquies* e 100 *ter*, inerenti rispettivamente alla “Gestione di portali per la raccolta di capitali per *start-up* innovative” e alle “Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali”.

⁽¹⁾ Cfr. Decreto Legge 28 giugno 2013, n. 76.

L'art 50 *quinquies* del TUF ha stabilito che il gestore di portali è il soggetto che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per le *start-up* innovative ed è iscritto in uno specifico registro tenuto dalla Consob. Inoltre, viene specificato che l'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali per le *start-up* innovative è **riservata** alle imprese di investimento e alle banche autorizzate ai relativi servizi di investimento nonché ai soggetti iscritti nel suddetto registro tenuto dalla Consob, a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche e imprese di investimento.

L'iscrizione nel registro è subordinata al ricorrere di determinati requisiti, tra cui la forma di società di capitale, la sede legale e amministrativa nel territorio della Repubblica e il possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità stabiliti dalla Consob per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, controllo e direzione.

L'art 50 *quinquies* del TUF, inoltre, sancisce che spetta alla Consob determinare con regolamento, i principi e i criteri relativi alla formazione del registro e alle relative forme di pubblicità, alle regole di condotta che i gestori di portali devono rispettare nel rapporto con gli investitori, nonché alle eventuali ulteriori cause di incompatibilità. La Consob esercita la vigilanza sui gestori di portali per verificare l'osservanza delle disposizioni di cui al presente articolo e della relativa disciplina di attuazione.

L'art. 100 *ter* del TUF ha stabilito che le offerte al pubblico condotte esclusivamente attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali possono avere ad oggetto soltanto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalle *start-up* innovative e devono avere un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell'articolo 100, comma 1, lettera *c*) ⁽²⁾.

A luglio del 2013, la Consob con Delibera n. 18592 ha pubblicato un Regolamento ⁽³⁾ per la "Raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on-line*" ai sensi dell'articolo 50 *quinquies* e dell'articolo 100 *ter* del TUF (di seguito, **il Regolamento**). Il Regolamento composto da venticinque articoli, è suddiviso in tre parti. Nella prima parte sono descritte le disposizioni generali, nella seconda parte sono definiti i procedimenti ai fini dell'iscrizione nel Registro tenuto dalla Consob, e la disciplina nei confronti dei gestori dei portali *on-line* mediante regole di condotta e provvedimenti sanzionatori. Nella terza parte, il Regolamento, disciplina le offerte tramite il portale *on-line* definendo le condizioni relative alle offerte sul portale nonché la possibilità di poter costituire la provvista necessaria al perfezionamento degli ordini di adesione alle offerte sul portale *on-line*. Al testo sono inoltre allegati le istruzioni per la presentazione della domanda di iscrizione nel Registro dei gestori e lo schema per la

⁽²⁾ Tale corrispettivo è pari a € 500 se l'investitore è una persona fisica, e fino a € 1.000 se è una persona giuridica. A detti valori si sovrappone anche un limite annuale rispettivamente di € 1.000 e € 10.000.

⁽³⁾ http://www.consob.it/main/documenti/bollettino2013/d18592.htm?symbblink=/main/trasversale/risparmiatori/investor/crowdfunding/link_reg18592.html

pubblicazione delle informazioni sulla singola offerta che comprendono, tra l'altro, le informazioni sui rischi, sull'emittente e sugli strumenti finanziari.

Di seguito, si riportano le principali scelte regolamentari adottate dalla Consob. In primo luogo, il Regolamento, recependo quanto stabilito dal TUF, stabilisce un limite di carattere quantitativo e prevede che i portali *on-line* potranno raccogliere capitali fino a 5 milioni di euro, riservando tale attività alle sole *start-up* innovative.

Il Regolamento, inoltre, al fine di mitigare i rischi operativi e di frode, sottesi all'attività di gestione dei portali *on-line*, ha istituito un Registro dei gestori, che prevede una sezione ordinaria per i soggetti autorizzati dalla Consob e una sezione speciale riservata ai c.d. "gestori di diritto", le banche e le società di investimento mobiliare (SIM). Tale suddivisione deriva dalle scelte del legislatore che ha stabilito che l'attività di gestione di portali di *equity crowdfunding* sia riservato a due categorie di soggetti, rispettivamente:

- le banche e le imprese di investimento autorizzate alla prestazione dei relativi servizi di investimento,
- i soggetti autorizzati dalla Consob previo accertamento dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza degli esponenti aziendali e dei soggetti di controllo della gestione del portale *on-line*.

Ai fini della trasparenza, infatti, le SIM e le banche che intendono gestire portali *on-line* non hanno l'obbligo di registrazione, ma di comunicazione alla Consob che procederà all'iscrizione nella sezione speciale a loro riservata.

Il portale gestito dai soggetti iscritti nel Registro tenuto dalla Consob deve mettere a disposizione dell'investitore le informazioni necessarie per acquisire una adeguata conoscenza dei tre principali aspetti dell'*equity crowdfunding*.

Il primo principale aspetto riguarda le informazioni di cui l'investitore deve prendere conoscenza sul portale dove opera: l'investitore deve avere, infatti, la possibilità di informarsi sul gestore del portale, prendendo nota sulle attività svolte dal portale, sulla gestione degli ordini per la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti, i costi a loro carico, nonché le iniziative assunte nei confronti delle *start-up* innovative nei casi di inosservanza delle regole di funzionamento del portale.

Il secondo aspetto riguarda l'investimento in capitale di rischio in una *start-up* innovativa: l'investitore deve essere informato sui vari rischi legati all'investimento, come il rischio di perdere il capitale investito, il rischio di illiquidità derivante dal fatto che non percepirà utili fino a quando la società sarà una *start-up* innovativa⁽⁴⁾, nonché i rischi operativi legati al diritto di recesso che il Regolamento attribuisce agli investitori entro sette giorni dalla data di adesione all'offerta.

⁽⁴⁾ Cfr. Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179, art. 25.

Il terzo e ultimo aspetto legato all'*equity crowdfunding* è relativo alle singole offerte dell'investitore, relativamente alle quali il gestore del portale *on-line*, secondo quanto stabilito dal Regolamento, deve pubblicare l'informativa con le informazioni della *start-up* innovativa, le informazioni relative alle banche o alle SIM presso cui saranno trasmessi gli ordini per la loro esecuzione, indicare il conto corrente vincolato della *start-up* innovativa cui saranno depositate le somme raccolte, nonché le informazioni per esercitare il diritto di revoca dall'adesione all'offerta nei casi in cui sopraggiungano fatti che possano influenzare l'investimento.

Per quanto riguarda i gestori della piattaforma, l'art 50 *quinquies* del TUF ha sollevato dubbi sull'esclusione o meno del conflitto di interessi dei gestori, poiché tale articolo escludeva l'applicazione di una serie di norme tra cui l'art. 21 del TUF ⁽⁵⁾. A tale dubbio ha risposto l'art. 13 del Regolamento, che richiede al gestore di evitare conflitti di interesse che possano incidere negativamente sugli interessi degli investitori e degli emittenti e assicurando la parità di trattamento per tutte le offerte che si trovino ad analoghe condizioni.

Un ulteriore aspetto disciplinato dal Regolamento è quello dell'investitore *sponsor*. L'art. 24 del Regolamento stabilisce che una quota dell'aumento di capitale da sottoscrivere via internet è riservata agli investitori professionali, agli incubatori certificati ⁽⁶⁾ e alle fondazioni bancarie, per un limite del 5% degli strumenti finanziari offerti al pubblico. La scelta della Consob di far partecipare, anche se in piccola parte, un investitore qualificato è da riconnettere all'influenza positiva che tale partecipazione potrà avere sugli investitori.

Per l'investitore, nonostante ci sia una regolamentazione specifica per cercare di ridurre le aree di rischio, la sottoscrizione di capitale di una *start-up* innovativa e, quindi, la partecipazione ai rischi di impresa di quest'ultima rappresenta, in ogni caso, un investimento ad alto rischio. Questo perché le società neo costituite e operanti in settori innovativi sono finanziariamente molto fragili e il rischio che il progetto imprenditoriale fallisca è maggiore rispetto alle società già operanti in un determinato settore. Ciò

⁽⁵⁾ L'art. 21 del TUF dispone che nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono:

- a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;
- b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;
- c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti;
- d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività.

⁽⁶⁾ L'incubatore certificato è una società che riveste la forma di società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, residente in Italia, in possesso di determinati requisiti.

Il comma 6 dell'art. 25 del Decreto Crescita 2.0 individua i requisiti che devono essere posseduti dall'incubatore e prevede che gli stessi siano oggetto di apposita autocertificazione sottoscritta dal rappresentante legale da presentare al momento dell'iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese.

implica che per gli investitori in *equity crowdfunding*, il rischio di perdere il capitale investito è elevato; di conseguenza, risulta necessario diversificare gli investimenti in modo da mitigare le probabilità di perdere l'intero capitale investito, oppure fare leva sugli investitori qualificati (tra i quali rientrano anche gli incubatori certificati) per individuare i progetti più interessanti dal punto di vista del rendimento economico dell'investimento.

4. Il social lending

Ai fini di una maggiore completezza del quadro fornito, si ritiene opportuno approfondire la gestione di portali *on-line* nel caso del *social lending*.

Il *social lending* presuppone che soggetti privati possano erogare prestiti remunerati a tassi determinati sul portale in base al merito creditizio fornito al richiedente del prestito. Il gestore di un portale di *social lending* offre una serie di servizi di intermediazione di pagamenti, in quanto trasferisce denaro tra soggetti privati che fruiscono del portale *on-line*. Tale attività è riconducibile, *latu sensu*, alle attività prestate dai tipici istituti di pagamento di *money transfer*.

Le attività tipiche fornite dal gestore di portali *on-line social lending* sono:

- fornire ai clienti un sistema di pagamento, il portale *on-line*, che consente la realizzazione del *social lending*;
- prestare servizi operativi strettamente connessi al proprio sistema di pagamento.

5. Profili di regolamentazione prudenziale

Uno dei limiti legati all'operatività dei gestori dei portali *on-line* è connesso all'impossibilità di raccogliere o detenere fondi, posto che tale attività può essere compiuta, secondo quanto stabilito dal Regolamento per il solo *equity crowdfunding*, solamente dalle banche e dagli intermediari autorizzati.

In questa ottica, si ritiene opportuno affrontare il tema del possibile impatto della Direttiva Europea 2007/64/CE sui servizi di pagamento (*Payment System Directive*, nota come "PSD"), in relazione all'operato dei portali *on-line* che svolgono attività di *crowdfunding*.

La citata direttiva, da un lato ha previsto e disciplinato la nuova figura degli istituti di pagamento, e dall'altro ha tipizzato il contratto di servizi di pagamento, con l'obiettivo di favorire la concorrenza tra gli operatori e tra i mercati nazionali al fine di superare la posizione oligopolistica degli operatori tradizionali (banche).

In Italia la Direttiva PSD è stata recepita con il Decreto legislativo del 27 gennaio 2010 n.11 che ha disciplinato la nuova figura degli istituti di pagamento, individuando le operazioni e i servizi interessati dalla disciplina di cui alla PSD, attraverso un elenco analitico ed eterogeneo. Inoltre, tale disciplina ha trovato applicazione nel Titolo V-ter

del Decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 (Testo Unico Bancario, di seguito **TUB**) e nel Provvedimento di Banca d'Italia del 20 giugno 2012 recante “Disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica”, ai fini dell'autorizzazione per l'iscrizione all'Albo degli Istituti di Pagamento.

Alla luce sia delle novità regolamentari introdotte sia delle particolari attività svolte dai gestori di portali di *crowdfunding*, l'interrogativo che sorge è se i gestori dei portali di *crowdfunding* siano assoggettati alle disposizioni della Direttiva PSD e del D. Lgs. del 27 gennaio 2010 n.11.

La PSD esclude dal proprio ambito di applicazione “*i servizi forniti dai prestatori di servizi tecnici, che supportano la prestazione dei servizi di pagamento, senza mai entrare in possesso dei fondi da trasferire, compresi l'elaborazione e la registrazione di dati, i servizi di protezione dei dati personali, l'autenticazione dei dati, la fornitura e la manutenzione di terminali e disposizioni utilizzati per i servizi di pagamento*”⁽⁷⁾.

Pertanto, solo nel caso in cui i gestori delle piattaforme di *crowdfunding* entrino in possesso delle somme versate dai finanziatori oppure forniscano servizi di pagamento ai clienti, saranno inquadrabili alla stregua di istituti di pagamento. Tale situazione si può verificare con maggiore probabilità nel caso di *reward* o *donation crowdfunding*.

Per i gestori di portali di *equity crowdfunding*, invece, tenuto conto di quanto disposto dall'art. 50 *quinquies* del TUF, le concrete modalità operative prevedono che l'attività si limiti alla gestione di portali per la raccolta di capitali per le *start-up* innovative, senza mai entrare in possesso delle somme raccolte che sono depositate in conti correnti vincolati presso banche.

Relativamente alle piattaforme *social lending*, nel 2012, con l'iscrizione nell'Albo degli Istituti di Pagamento di *Smartika*, società che gestisce un portale di *social lending*, la Banca d'Italia ha valutato tale attività come rientrante tra quelle tipiche degli istituti di pagamento, e ha stabilito che per svolgere tali attività sia necessario adempiere alle disposizioni contenute nel Provvedimento del 20 giugno 2012. Pertanto, il gestore di un portale *social lending* è inquadrato come un istituto di pagamento abilitato, ai sensi del D. Lgs. 11/2010, a prestare i servizi di pagamento, erogati su istruzione degli operatori.

In attesa dell'emanazione della nuova Direttiva “PSD II”, prevista entro fine 2014, il quadro normativo e regolamentare fornito non appare in grado di inquadrare esattamente in un'apposita fattispecie le attività di *crowdfunding* nelle sue diverse modalità. Pertanto, l'assoggettamento dei gestori di *crowdfunding* alle disposizioni normative e regolamentari dipende, nel concreto, dalle modalità con cui viene gestito ogni singolo portale.

Le valutazioni sopra espresse sono pertanto il frutto di interpretazione della attuale regolamentazione, non confermate da documenti ufficiali delle Autorità.

⁽⁷⁾ Cfr. Direttiva PSD, Titolo I, art. 3.

6. Analisi conclusive

Alla luce del quadro fornito, è possibile effettuare alcune considerazioni in merito al potenziale impatto delle attività di *crowdfunding* nel nostro Paese.

L'attività di *crowdfunding* in Italia si sta diffondendo a seguito dell'emanazione del Regolamento Consob che avuto la funzione di stimolare ulteriormente il dibattito su questa modalità innovativa di finanziamento, alternativo al tradizionale canale bancario.

Tuttavia, il *crowdfunding* necessita di ulteriori approfondimenti sia dal punto di vista normativo sia dal punto di vista delle concrete modalità operative.

Dal punto di vista quantitativo, il mercato italiano del *crowdfunding* presenta a fine 2013 una vistosa crescita seppur con un numero limitato di piattaforme, infatti, sono presenti 27 piattaforme (di cui 3 di *social lending*) attive e 14 in fase di lancio rispetto alle 16 piattaforme attive alla fine dell'anno precedente ⁽⁸⁾.

In particolare, il *reward crowdfunding* è presente con 15 piattaforme attive e 5 in fase di lancio, per un totale raccolto pari a circa € 3,3 milioni (€ 2,6 milioni nel 2012). Il *donation crowdfunding* presenta 9 piattaforme attive contro le 5 piattaforme dell'anno precedente, per un totale raccolto di € 1,2 milioni (€ 900 mila nel 2012). L'*equity crowdfunding* presenta solo 9 piattaforme in fase di lancio. La situazione nel 2014 potrebbe cambiare grazie allo sviluppo cui si è assistito dopo l'emanazione del Regolamento Consob.

Per quanto riguarda invece il modello *social lending*, nel 2013 sono presenti 3 piattaforme attive, per un totale raccolto paria circa € 18,4 (€ 8,1 milioni nel 2012).

Dal quadro analitico si evince una netta disparità tra i modelli utilizzati, dove oltre il 60% del totale raccolto dai portali di *crowdfunding* proviene dal modello *reward* e la restante parte dalla piattaforma *donation based*. Nel 2014, grazie alle numerose piattaforme di *equity crowdfunding* in attesa di essere attive, si prospetta una crescita dell'intero comparto.

Dall'analisi fornita emerge la necessita di regolamentare i modelli di *crowdfunding*, anche per inquadrare correttamente una modalità innovativa e moderna di sostegno alle diverse iniziative e realtà imprenditoriali. Non può esserci uno sviluppo armonico del settore senza una disciplina normativa e regolamentare che indichi la strada maestra per una efficiente gestione dei portali.

Il *crowdfunding* rappresenta una modalità innovativa e moderna di finanziamento il cui obiettivo è di divenire un motore per la crescita e per il sostegno delle diverse realtà imprenditoriali, in maniera alternativa all'intermediazione tradizionale. In tempi di

⁽⁸⁾ Cfr. *Italian Crowdfunding Network*, Analisi delle Piattaforme Italiane di *Crowdfunding*, ottobre, 2013.

credit crunch non si può che auspicare un sano sviluppo di canali di finanziamento, come il *crowdfunding*, che non debbano necessariamente passare per il canale bancario.