

EQUITY CROWDFUNDING: STRUMENTO DI CRESCITA O OCCASIONE PERDUTA?

di Giuliano Lemme

1. Il fatto che l'ordinamento italiano sia stato il primo in Europa a dotarsi di una disciplina specifica sull'*equity crowdfunding* è stato salutato con molta positività da parte della dottrina e più in generale degli osservatori. È stato infatti sottolineato come questo strumento, già ampiamente sperimentato negli Stati Uniti, possa consentire un finanziamento efficace e nel contempo "democratico" delle imprese, sopperendo almeno in parte al problema del *credit crunch*.

Effettivamente, non è molto comune che il nostro Paesi si trovi all'avanguardia nell'innovazione legislativa, ma il terreno, in fondo, era ben tracciato: il *crowdfunding*, pur avendo origini risalenti (qualcuno ne vede addirittura le origini in alcune iniziative assunte nell'Inghilterra del XVII secolo) ha visto una crescita vertiginosa in concomitanza di due eventi più o meno coevi: la crisi finanziaria del 2008, che ha comportato la restrizione del credito bancario e la conseguente difficoltà di reperire finanziamenti per le PMI, e la campagna presidenziale di Obama, che ricorse proprio a questo tipo di strumento per contrastare i mezzi economici del rivale repubblicano McCain.

A distanza di quasi due anni dall'intervento legislativo italiano, e di circa un anno dall'emanazione del relativo Regolamento Consob, è dunque lecito fare un primo bilancio della disciplina, analizzandone, in particolare, gli aspetti a mio avviso critici.

2. La normativa italiana, contenuta nel d.l. 18.10.12 n. 179, conv. in l. 17.12.12 n. 221, che ha modificato il d. lgs. 24.2.98 n. 58 (TUF) riguarda in verità un solo, specifico strumento di *crowdfunding*, ossia il c.d. *equity based crowdfunding*, finalizzato alla raccolta di capitale di rischio per le società.

Non solo: la normativa ha anche ristretto in misura considerevole la regolamentazione del fenomeno, individuando in maniera specifica i soggetti da essa considerati, che debbono avere la doppia caratteristica di essere una *start up* e di avere carattere di innovatività.

Ora, se andiamo a guardare la definizione concreta di *start up* innovativa, contenuta nell'art. 25 del d.l. 179/12, ci troviamo di fronte ad una serie di requisiti articolati, che restringono in maniera veramente notevole l'ambito di applicazione della disciplina: infatti, la società non deve essere costituita da più di due anni, deve avere valore della produzione inferiore a cinque milioni di euro, non deve distribuire utili, deve avere ad oggetto la produzione e la commercializzazione di prodotti ad altro valore

tecnologico, o alternativamente avere spese in ricerca e sviluppo non inferiori al venti per cento della maggior somma tra costo e valore della produzione o avere tra dipendenti e collaboratori almeno un terzo della forza lavoro in possesso di o frequentante un dottorato di ricerca.

A mio avviso, ed anticipando le conclusioni del mio intervento, è proprio questo il primo limite della nuova normativa: lo strumento, flessibile e dalle grandi possibilità, è stato ristretto dal legislatore in maniera eccessiva, con una serie di vincoli che finiscono per marginalizzarne l'applicazione¹.

È pur vero, si può obiettare, che in realtà l'intervento legislativo non è volto a consentire una particolare forma di *crowdfunding* (implicitamente escludendone altre) ma a regolarla. Ma la scelta di incentivare un solo settore, per di più così specifico, si presta comunque a più di una critica, soprattutto sul campo della individuazione delle sole *start up* tecnologiche come destinatarie dell'incentivazione. Non solo: operazioni analoghe, ma non "protette" dalla normativa, rischiano di ricadere nei limiti e divieti della raccolta di risparmio non bancario tra il pubblico, essendo pacifico che l'*equity crowdfunding* rientri in tale ambito².

2. Ad ogni modo, il sistema delineato dal d.l. 179/12 sarebbe volto essenzialmente ad accordare alle *start up* una maggiore flessibilità rispetto alle normali società di capitali, vuoi consentendo l'emissione di strumenti partecipativi più ampi (qualora si scelga la costituzione sotto forma di srl) vuoi prevedendo una serie di norme di incentivazione, ivi comprese quelle volte a derogare al diritto societario, ad esempio in tema di ripianamento delle perdite ex art. 2446 c.c..

Ma non basta: le misure previste dal d.l. si estendono anche ad altri aspetti tradizionalmente "critici" dell'ordinamento italiano; basti, al riguardo, richiamare le agevolazioni fiscali all'investimento ed alla remunerazione nelle *start up* innovative, o le deroghe alle norme in tema di lavoro dipendente, o ancora le previsioni in materia di procedure concorsuali. Un sistema di norme, insomma, che da un lato dovrebbe rendere particolarmente vantaggioso l'investimento, dall'altro agevolare la gestione della società.

Il complesso dell'impianto non è dissimile, in un certo senso, da tutto quel complesso di regolazioni volto a dar pratica attuazione all'art. 118, ult. co. Cost., favorendo forme di sussidiarietà orizzontale tra cittadini, che vengono di fatto chiamati a concorrere alla realizzazione di interessi collettivi.

¹ Gli stessi rilievi critici sono stati già mossi da alcuni tra i primi commentatori della nuova disciplina; v. ad es. A. LAUDONIO, *La folla e l'impresa: prime riflessioni*, intervento al convegno "L'impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi", Roma, 21-22.2.14

² R. CARATTOZZOLO, *La disciplina italiana dell'equity crowdfunding: tra incentivazione degli emittenti e tutela degli investitori*, in Riv. Trim. Dir. Economia, 2013, pag. 270. Ricordiamo che in passato la Banca d'Italia si è dimostrata piuttosto restrittiva su ogni ipotesi di raccolta del risparmio attraverso strumenti *social* e *peer-to-peer*, come avvenuto nel caso Zopa.

Tuttavia, l'impressione è che le misure si inseriscano, come peraltro puntualmente notato³ nel novero degli interventi di carattere effimero ed emergenziale che si sono susseguiti negli ultimi anni in Italia, anche a causa del carattere temporalmente limitato di alcune norme di incentivazione⁴. Non solo: gli interventi appaiono contraddittori, essendo volti ad incoraggiare la sottoscrizione di partecipazioni di rischio in società sottocapitalizzate e senza prospettive di distribuzione degli utili, ed oltretutto sottratte alle normali procedure concorsuali⁵.

Ma il problema riguarda anche il veicolo scelto per la "popolarizzazione" dello strumento di finanziamento delle *start up*, ossia il gestore del portale *online*, oggetto specifico del regolamento Consob.

In questo caso, il legislatore ha scelto un percorso non dissimile da quello già tracciato con il recepimento della Direttiva 2000/46/CE sugli Istituti di Moneta Elettronica⁶: ha cioè previsto che le attività possano essere svolte sia dalle banche e dagli intermediari abilitati esistenti, sia da soggetti all'uopo costituiti (portali "puri"), senza però prevedere, in favore di questi ultimi, un regime autorizzatorio e di vigilanza particolarmente agevolato. Il risultato è stato quello di scoraggiare la costituzione di gestori dedicati: al momento di scrivere questo articolo, erano solo quattro quelli iscritti nella sezione ordinaria del relativo Registro Consob.

Non solo: come è stato giustamente notato⁷ la struttura operativa prevista dal Regolamento Consob non dà in pratica alcun vantaggio, né a livello economico né a livello di tutela, all'investitore che voglia accedere ad un investimento in una *start up* piuttosto che ad un comune investimento in strumenti finanziari⁸.

Infine, numerose sono le critiche verso la disposizione del Regolamento che condiziona l'efficacia della raccolta alla sottoscrizione, da parte di investitori professionali, di almeno il 5% degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta⁹. Si tratta di una previsione i cui pochi vantaggi (essenzialmente, quello di garantire all'investitore la serietà dell'offerta) finiscono per non essere minimamente in grado di bilanciare gli ostacoli che tale previsione comporta al successo dell'operazione; si tenga conto,

³ G. MARASÀ, *Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, ordinarie e start up innovative prima e dopo la L. n. 99/2013 di conversione del D.L. n. 76/2013*, in Soc., 2013, pag. 1095

⁴ P. SPADA – M. MALTONI, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, www.cavererespondere.it, 27.2.13

⁵ A. LAUDONIO, *op. cit.*; v. anche M. VITALI – G. DE ZOTTI, *L'"equity crowdfunding" alla luce del nuovo regolamento Consob*, su <http://www.gvalex.it/en/pdf/GVA-Equity-crowdfunding.pdf>

⁶ Sulle problematiche legate al recepimento di tale direttiva v. G. LEMME, *Moneta scritturale e moneta elettronica*, Torino, 2003, pagg. 163 segg.

⁷ A. LAUDONIO, *op. cit.*

⁸ Lo stesso Autore ora citato nota come la prescrizione del Regolamento circa il flusso informativo a "vantaggio" del potenziale investitore sia da un lato sovrabbondante, come del resto accade per tutti gli analoghi strumenti di trasparenza sugli investimenti bancari e finanziari, dal lato illusorio, quando ad esempio invoca l'uso di un linguaggio "non tecnico o gergale, chiaro, conciso".

⁹ A. LAUDONIO, *op. cit.*; R. CULICCHI, *Prime considerazioni sul nuovo regolamento CONSOB in tema di equity crowdfunding*, in dirittobancario.it

tra l'altro, dello scarso incentivo che può essere per un potenziale investitore quello di rimanere in uno stato di incertezza circa l'effettiva possibilità che il suo investimento possa andare a buon fine.

3. A distanza di oltre un anno dal varo del Regolamento Consob, si può serenamente dire che l'intervento rappresenta, in massima parte, un'occasione persa. Troppo limitato l'ambito entro il quale l'investimento può essere effettuato; troppo macchinoso l'accesso all'investimento, e troppo rischioso, sotto molti aspetti, il suo profilo; troppo poco incentivata (ed anzi, per molti aspetti, disincentivata) l'entrata quali attori dei nuovi portali *online*.

Quando si annunciò che l'Italia avrebbe, primo Paese in Europa, adottato la nuova normativa, molto alte erano le aspettative. Purtroppo, altrettanto alto è il rammarico che questo strumento, potenzialmente di grande impatto, sia rimasto inespresso nelle sue vere prospettive.