



unimc
UNIVERSITÀ DI MACERATA

l'umanesimo che innova

DIPARTIMENTO DI
ECONOMIA E DIRITTO

IL RICORSO AL PUBBLICO RISPARMIO DA PARTE DELLE PMI

Alessandro Giovanni Grasso

Agenda dell'intervento

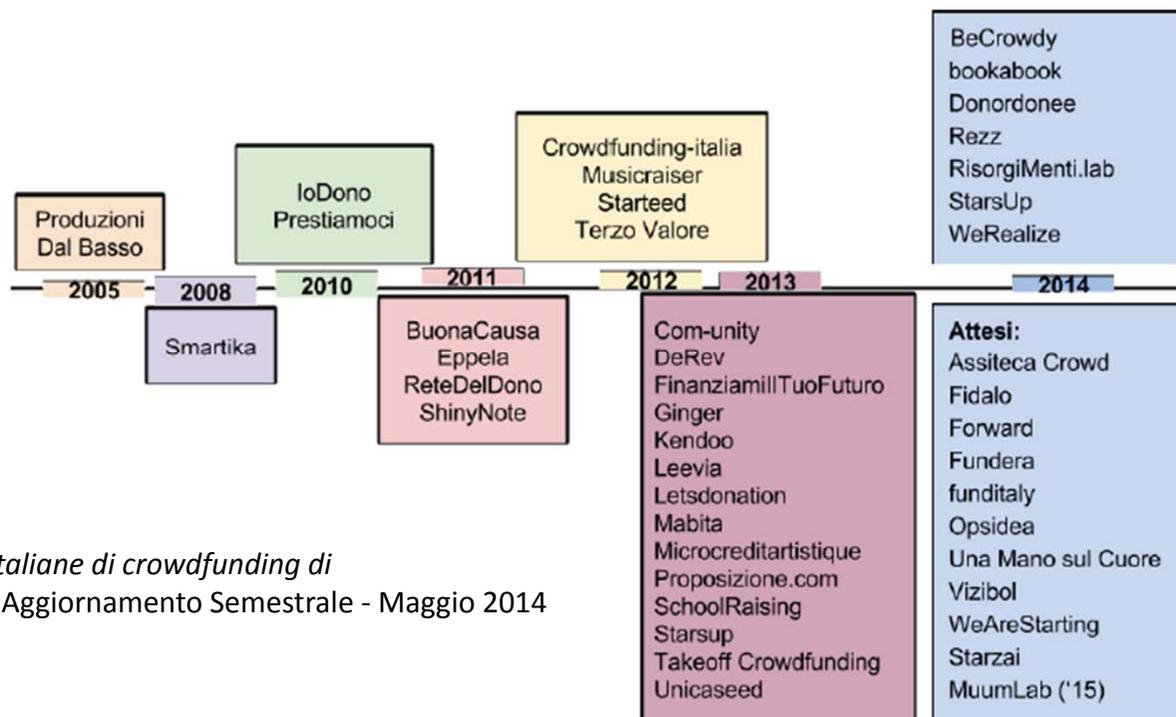
- Inquadramento del crowdfunding
- I modelli
- La normazione
- Gli attori
- Prime evidenze

Inquadramento del Crowdfunding

- *Finanziamento che avviene attraverso un metodo di raccolta di capitali collettivo e collaborativo che sfrutta le potenzialità offerte dalla rete internet.*
- Taglio individuale della raccolta di modesta entità.
- Ricorso al canale prevalente del *web*.
- Platea indeterminata e indefinita di soggetti.

Attenzione verso il fenomeno

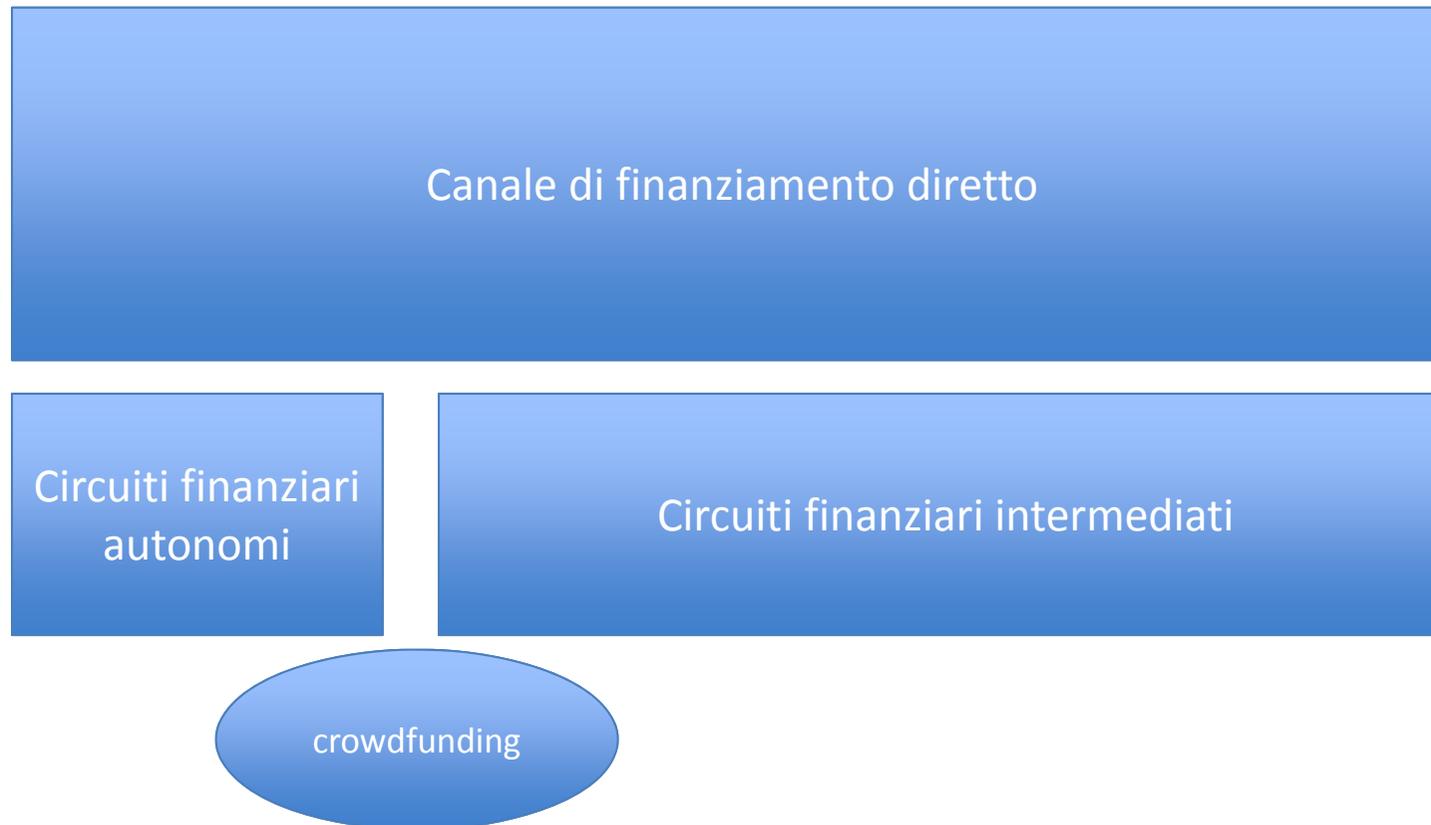
- *Rapporto restart Italia*
- A maggio 2014 in Italia si contano 54 piattaforme di crowdfunding.



Fonte: *Analisi delle piattaforme italiane di crowdfunding di Daniela Castrataro, Ivana Pais* - Aggiornamento Semestrale - Maggio 2014

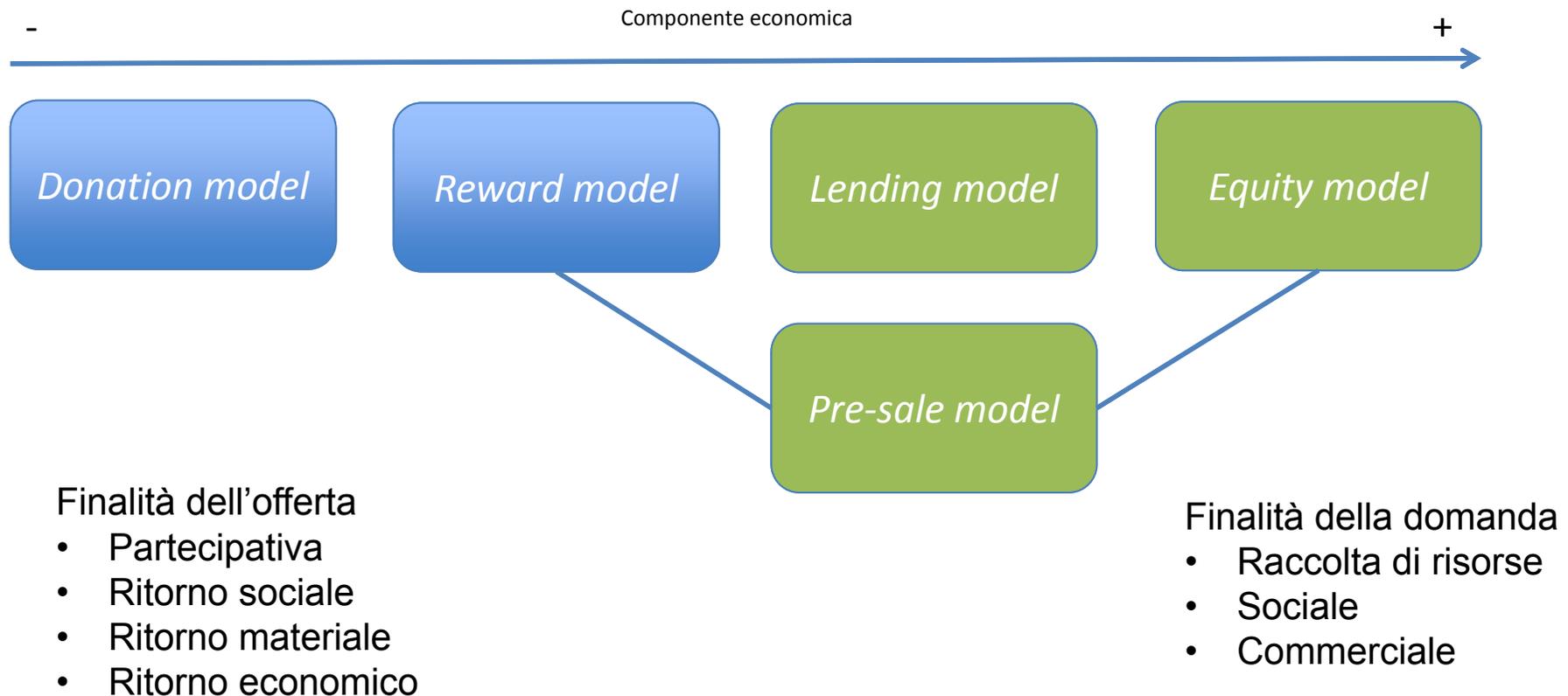
Dove ci collochiamo

- Secondo la teoria del collegamento tra risparmio ed investimento



I modelli

- Il crowdfunding non è un fenomeno monolitico.



Donation model

- Finalizzato a finanziare iniziative senza scopo di lucro e rispetto al quale i soggetti che elargiscono il loro apporto finanziario non hanno diritto ad alcun rimborso.
- Più appropriato in tale caso parlare di donatori e non di investitori.

Reward Model

- Il finanziatore riceve un premio simbolico a fronte del proprio impegno finanziario e quindi può essere incentivato da un interesse diretto ancorché meramente eventuale e spesso simbolico.
- Appare ancora appropriato parlare di donatori e non di investitori.

Lending

- La folla si sostituisce all'intermediario creditizio nell'attività di prestito.
- Questa attività di finanziamento potrà vedere il pagamento di un interesse passivo, assumendo dunque la forma del prestito tradizionale, o avere carattere sociale, per cui l'attività di prestito prevede la restituzione del capitale senza il conseguimento di una remunerazione

Pre-sale model

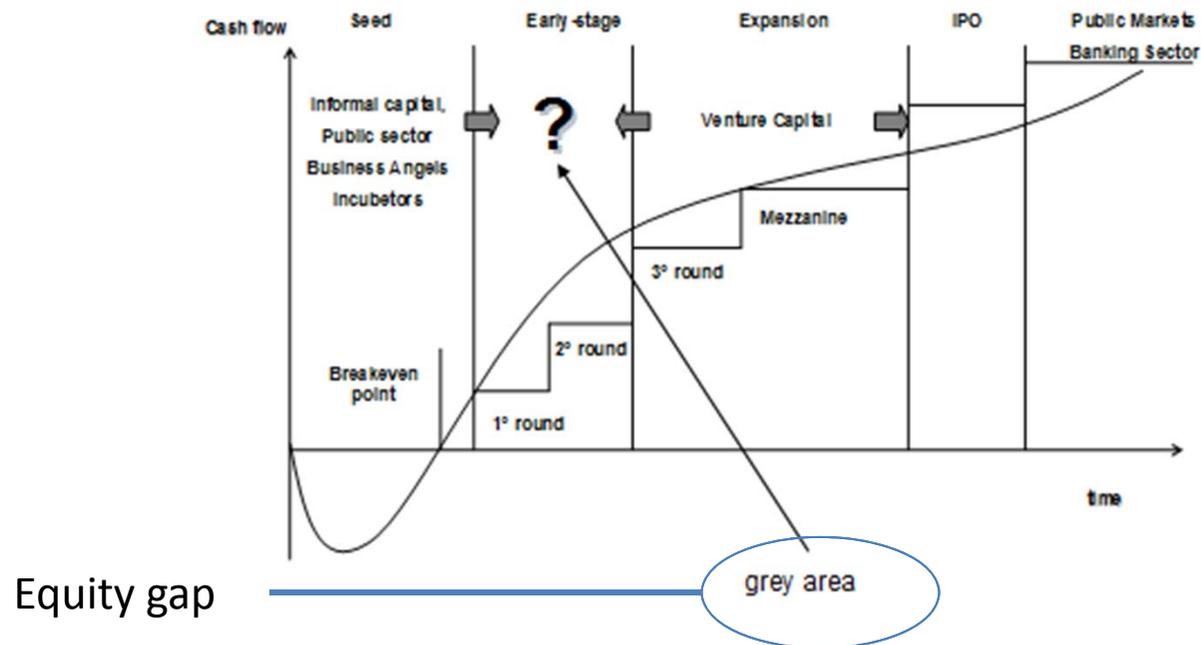
- Si basa sugli elementi insiti nell'attività di scambio.
- Il finanziatore partecipa con l'obiettivo di acquistare il bene o il servizio.
 - Vi possono essere ragioni economiche, il risparmio sotto forma di sconto, oppure il semplice desiderio di acquisto.

Equity model

- A fronte dell'investimento comporta l'immediata acquisizione di una partecipazione nel capitale della società, con assunzione diretta da parte del finanziatore del rischio connesso al rischio imprenditoriale dell'emittente, e la conseguente attribuzione della qualifica di socio a tutti gli effetti.
- Ai fini imprenditoriali e societari questo modello riveste il maggiore interesse.

Equity gap

- Gli studi teorici hanno sviluppato diversi paradigmi interpretativi rispetto alle scelte di struttura delle fonti delle imprese.
- Tra di essi il *Financial Growth Cycle* appare il più adatto a considerare la situazione di imprese innovative



Normazione

- In linea teorica il legislatore poteva:
 - far ricadere l'*equity crowdfunding* nell'ambito di applicazione della disciplina generale dei mercati finanziari, tramite una integrazione della stessa,
 - farlo oggetto di un *corpus* normativo *ad hoc*,
 - oppure lasciarlo all'autodisciplina scaturita dalla prassi, senza una sua regolamentazione normativa espressa.
- Il legislatore italiano ha optato per l'introduzione di una disciplina puntuale e specifica, adottando la soluzione dell'approvazione di modifiche alla disciplina generale dell'intermediazione finanziaria con integrazione a livello regolamentare.
 - Ciò è avvenuto non in modo generale ma circoscritto, andando a regolare solo le operazioni di finanziamento a livello di capitale di rischio sotto forma di equity crowdfunding telematico di start up innovative.

Normazione

- Legge 17 dicembre 2012, n. 221 (legge di conversione del DL 179/2012, recante “*Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*” – c.d. “Decreto crescita bis” -)
- L’art. 30 della legge 221/2012 ha previsto modifiche al Testo Unico Finanziario (D.Lgs. 58/98, come modificato - “TUF”) e, in particolare, ha:
 - modificato l’**art. 1 del TUF**, con l’inserimento del comma *5-novies* (che definisce il “portale per la raccolta dei capitale per le *start-up* innovative”) e del comma *5-decies* (che definisce cosa si intende per *start-up* innovativa);
 - aggiunto il Capo III-*quater* (**nuovo art. 50-quinquies del TUF**), che statuisce la disciplina applicabile alla gestione di portali per la raccolta di capitali per *start-up* innovative;
 - inserito l’**art. 100-ter del TUF**, il quale prevede, tra l’altro, quanto segue: “1. *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) [attualmente pari ad Euro 5 milioni, come indicato nell’art. 34-ter del Regolamento Consob 11971/99, come modificato].*
- La Consob in data 26 giugno 2013 ha adottato con la delibera n. 18592 il “*Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line*” volto a disciplinare alcuni puntuali aspetti del fenomeno, con l’obiettivo di creare un ambiente affidabile (ossia, in grado di creare fiducia negli investitori).

Elementi caratterizzanti della normativa

1. L'ambito strettamente circoscritto dei soggetti che possono avvalersi del nuovo metodo di raccolta del capitale di rischio (*start up innovative*).
2. L'individuazione del canale di raccolta nella piattaforma *web*, la cui gestione è affidata alla nuova figura del gestore del portale.

Start up innovativa 1/2

- Società di capitali o *societas europaea*;
- Costituita da non più di 48 mesi;
- Non risultante da fusione o scissione;
- I soci, persone fisiche, detengono al momento della costituzione e per i successivi 24 mesi, la maggioranza delle quote o azioni rappresentative del capitale sociale e dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria dei soci;
- Ha ad oggetto esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico, ovvero opera nei settori di riferimento della disciplina dell'impresa sociale;
- Operante principalmente in Italia con un valore della produzione non superiore a €5 mio;
- Non ha e non potrà distribuire utili.
- Inoltre deve possedere almeno di uno dei seguenti ulteriori requisiti:
 - Investire in R&S;
 - Avere almeno 1/3 dei dipendenti o collaboratori altamente formati (Dottorato di ricerca o laurea+attività di ricerca certificata);
 - Essere titolare, depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale.

Regione	Numero società
ABRUZZO	43
BASILICATA	16
CALABRIA	71
CAMPANIA	162
EMILIA-ROMAGNA	306
FRIULI-VENEZIA GIULIA	84
LAZIO	271
LIGURIA	45
LOMBARDIA	615
MARCHE	124
MOLISE	13
PIEMONTE	203
PUGLIA	124
SARDEGNA	94
SICILIA	109
TOSCANA	194
TRENTINO-ALTO ADIGE	120
UMBRIA	31
VALLE D'AOSTA	10
VENETO	226
ITALIA	2861

Start up innovativa 2/2

- Deroghe e vantaggi:
 - **obblighi di riduzione del capitale in presenza di perdite:** termini più ampi per i provvedimenti di cui agli artt. 2446 e 2447 cod. civ.
 - **diritti dei possessori di quote di S.r.l.:** creazione di “categorie di quote” aventi diritti diversi rispetto alle quote ordinarie e anche di quote prive del diritto di voto, con diritti di voto in misura non proporzionale o diritti di voto limitati a particolari argomenti;
 - **crisi d’impresa:** le start-up innovative in crisi non sono assoggettate al fallimento né alle altre procedure concorsuali;
 - **offerta al pubblico di quote di S.r.l.:** deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, comma primo, del codice civile
 - **Riduzione oneri per avvio,** agevolazioni per assunzioni, incentivi all’investimento

Gestore

- Chi esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per start up innovative
- È iscritto nella sezione ordinaria o nella sezione speciale (banca o impresa di servizi di investimento) dell'apposito Registro tenuto dalla Consob
 - I gestori iscritti nella sezione ordinaria sono soggetti ad una disciplina meno complessa rispetto a quella dettata per gli intermediari tradizionali, anche in considerazione del fatto che tali gestori non possono detenere somme di danaro di pertinenza degli investitori né eseguire direttamente gli ordini per la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti sui propri portali, e non possono poi svolgere in alcun modo consulenza finanziaria nei confronti degli investitori.
- Sono previsti requisiti di onorabilità e professionalità.
- Attenzione gestore ≠ portale
 - Il ruolo fondamentale del portale è quello di assicurare che gli investitori possano comprendere caratteristiche e rischi degli investimenti proposti, prendendo visione della relativa informativa presente nel portale.

L'operazione di raccolta

- L'operazione ha ad oggetto unicamente l'offerta in sottoscrizione di "strumenti di capitale di rischio" emessi da *startup* innovative
- Non può superare i €5 mio;
- Va a buon fine solo se almeno il 5% dell'ammontare è sottoscritto da un investitore professionale;
- Deve essere riconosciuto il diritto di revoca agli investitori per i casi in cui intervengono cambiamenti significativi della situazione della *start-up* o delle condizioni dell'offerta
- Lo statuto della *start-up* deve prevedere:
 - un diritto di recesso (o un diritto di co-vendita/tag) dei soci di minoranza in caso di *change of control*;
 - la comunicazione alla *start-up* nonché la pubblicazione (sul sito della stessa) di eventuali patti parasociali.
- L'offerta può avvenire solo attraverso portali *on-line*, piattaforme vigilate da Consob che facilitano la raccolta del capitale di rischio delle *start-up* innovative e tramite le quali i potenziali investitori possono assumere le informazioni necessarie a decidere se investire in strumenti finanziari emessi da *start-up* innovative.
- Modalità di adesione/informativa-rischi/percorso consapevole per investitori retail

Alcune considerazioni (1/2)

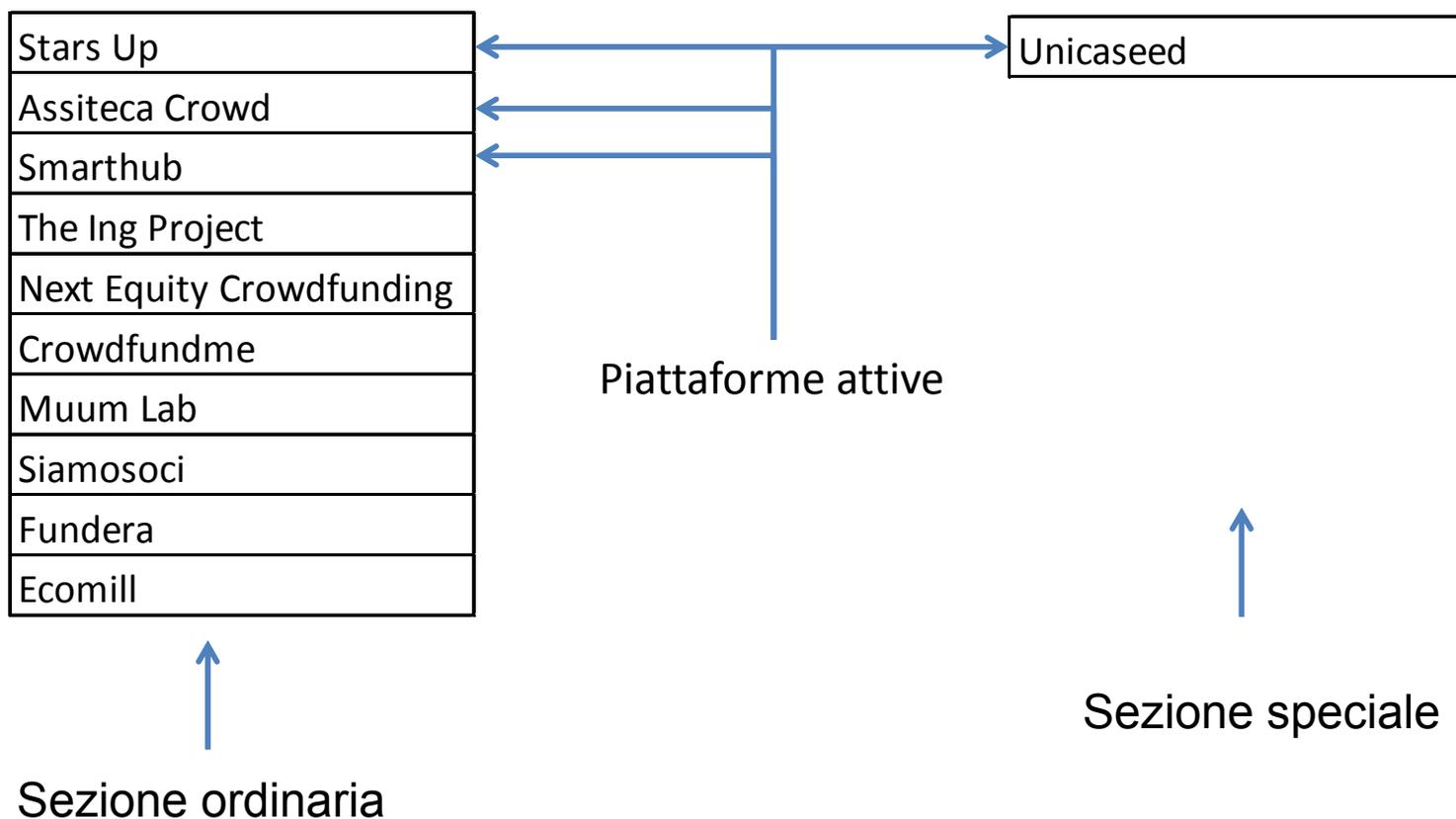
- La scelta normativa introduce frammentazioni normative e disparità di trattamento a seconda che si utilizzi il portale web o meno.
- Rimane irrisolto il problema della liquidabilità dell'investimento.
 - La parificazione delle quote di s.r.l. alle azioni ai fini dell'offerta sul portale lascia un problema derivante da una peculiarità dell'ordinamento italiano: i vincoli alla circolazione delle quote posti dall'art. 2470 del c.c..
 - Questi vincoli si sostanziano nell'obbligo di cessione mediante atto notarile e conseguente iscrizione nel Registro delle imprese, affinché il trasferimento sia efficace nei confronti della società
 - Ciò può costituire un ostacolo alla creazione di un mercato secondario per le partecipazioni così acquisite.

Il «mercato» italiano del crowdfunding

	Progetti ricevuti	Progetti pubblicati	Finanziati <100% **	Finanziati >100%	Valore
Reward-Based	2230	640	30	295	1.045.500
Donation-Based	1323	1216	215	919	1.763.000
Lending- Based	38.157	7.588	0	2.906	23.488.000
Equity-Based	160	4	0	1	160.000
Reward + Donation	6487	3361	624	582	4.164.550
	48.357	12.809	869	4.703	30.621.050

Fonte: *Analisi delle piattaforme italiane di crowdfunding di Daniela Castrataro, Ivana Pais* - Aggiornamento Semestrale - Maggio 2014

L'equity crowdfunding in Italia (1/2)



L'equity crowdfunding in Italia (2/2)

Piattaforma	Start up	Follow up informativo	Riapertura termini	Capitale richiesto	Stato	Tempistica (gg)	Riapertura (gg)
STARSUP	CANTIERI NAVALE SAVONA	si	si	€ 380.000	OK	90	120
	HYRO			€ 200.000	NO	90	
	FACE4JOB	si		€ 250.000	NO	90	
	PHARMA GO		si	€ 300.000	AP	90	120
	NOVA SOMOR			€ 250.000	AP	120	
UNICASEED	DIAMAN TECH			€ 147.000	OK	120	
	FANNABEE			€ 150.000	AP	120	
	KJARO			€ 130.200	AP	120	
	TNOTICE			€ 500.000	AP	180	
ASSITECA CROWD	CROWDBOOK			€ 99.200	AP	90	
	PAUWLONIA			€ 520.000	OK	90	
SMARTHUB	LIBEROS			€ 200.000	AP	90	

Piattaforme generaliste

Totale finanziato €1.047.000

La tempistica media è prevista in aumento

Alcune considerazioni (2/2)

- Il crowdfunding e anche l'equity si basa su un modello partecipativo
- La logica dell'investimento opera sui mercati finanziari.
- La proliferazione porta a disperdere energie e capitali.
 - Promuovere un modello territoriale può rappresentare una spinta nella giusta direzione per l'affermazione di questo modello complementare, non alternativo.

Grazie per l'attenzione.