



DISEC

Centro di Ricerca "Dinamica dei Sistemi  
Economici Complessi"

## **L'ESPERIENZA REGOLAMENTARE DELLA CONSOB**

**DR. MAURO BELLOFIORE**

**Direttore Ufficio Analisi di Impatto della Regolamentazione, Consob**

**IL CROWDFUNDING  
OPERATIVITÀ E PROSPETTIVE DI SVILUPPO  
Roma, CNA Nazionale, 24 Gennaio 2018**

Grazie a tutti e grazie per l'invito per a questo convegno che si svolge a breve distanza dall'entrata in vigore della delibera Consob del novembre 2017 che ha riformulato la regolamentazione in materia di *equity crowdfunding*.

Questa regolamentazione costituisce l'ultimo *step* per rendere efficace quella riforma voluta dal legislatore nella finanziaria del 2017 che ha rappresentato, almeno per noi che ci occupiamo ormai da un po' di anni di questa materia, una rivoluzione totale del settore. Una rivoluzione non solo puramente giuridica. Infatti può sembrare un dettaglio aver eliminato la parola *innovative* dopo le parole PMI e *startup*, ma in realtà è una riforma che cambia anche la natura di questo strumento.

Come sappiamo la *startup* innovativa, e soprattutto l'investimento in capitale di rischio in una *startup* innovativa, ha un senso economico-finanziario molto preciso: cioè si investe su un'idea o su un progetto con grandi potenzialità di sviluppo che possa assicurare un ritorno dell'investimento.

La Consob si occupa della parte del *crowdfunding* che riguarda, dal lato della domanda, i soggetti che cercano rendimenti e quindi non tutto il mondo del *social, donation, reward crowdfunding*. L'attività si focalizza quindi su chi ha capitali da investire e su chi è in cerca di capitali per la propria impresa.

Questa estensione al mondo PMI *tout court*, che come ci è stato illustrato prima, credo che copra il 99% di tutte le imprese italiane, diventa uno strumento che, a parte le grandi imprese, interessa la totalità delle imprese italiane.

Perché cambia. Perché evidentemente investire nel capitale di un'impresa che ha già una sua storia e quindi è una piccola e media impresa con un suo *business* consolidato, che è presente sul mercato già da tanti anni, è un'operazione finanziaria molto diversa da quella che può essere quella di investire in una *startup* che ha un brevetto, che non ha mai operato e che ha solo un'idea in pancia.

Dico questo perché questa opportunità di estensione si potrà cogliere nella misura in cui anche le stesse imprese dovranno adeguarsi da un punto di vista innanzitutto culturale. Ovviamente il capitale di rischio è il capitale in assoluto più economico rispetto alle varie forme che fino a qui abbiamo esaminato che possono essere i minibond, il *peer to peer lending* per non parlare del finanziamento bancario.

La partecipazione *equity* è allettante dal punto di vista dell'impresa perché è a costo zero: io metto in piazza le mie azioni, raccolgo dei capitali e non devo pagare alcuna retribuzione per questi capitali, se non garantire una compartecipazione ai dividendi.

E' chiaro che a fronte di ciò, ci sarà una domanda di informazioni da parte dei nuovi soci. In sostanza con la riforma vengono coperti i vari gradini in cui si articola il percorso di sviluppo di un'impresa: dal *venture capital* che investe nella *startup*, ai finanziamenti per la crescita fino all'*exit* finale, che è ovviamente l'ingresso nei mercati, quindi MTF piuttosto che mercati regolamentati, dove se il *business* ha successo l'investitore poi capitalizza perché può vendere le proprie azioni.

Questa è la novità e bisognerà vedere che tipo di sviluppo potrà avere.

L'altro aspetto che mi sembra interessante, parlando delle prospettive di sviluppo, è quello che riguarda l'eventuale estensione alle obbligazioni. In tutta questa carrellata che è stata fatta dei vari strumenti, ci è stato spiegato, , il tema del *peer to peer lending* che rimane fuori dal concetto di strumento finanziario, quindi un'operazione che si fa tra due soggetti ed è un metodo per mettere in connessione chi ha bisogno di risorse finanziarie con chi ha possibilità di darle.

Cosa diversa è invece se questo debito ci cartolarizza, si struttura in un'obbligazione. Questa materia oggi è fuori perché l'intermediazione in strumenti obbligazionari è un'attività riservata.

Oggi ai sensi della disciplina nazionale l'intermediazione nella compravendita di obbligazioni non fa parte delle attività che un portale di *crowdfunding* può svolgere.

Ci sono stati vari studi e proposte di legge che ancora oggi non hanno visto una loro definizione, ma è un tema che sicuramente è sul tavolo e verrà approfondito in futuro poiché potrebbe costituire una ulteriore alternativa di finanziamento per le imprese. Dico questo precisando però che occorrerà tenere conto di quello che avverrà in sede europea, perché nel finire dello scorso anno la Commissione Europea, dopo lunghi studi, ha preannunciato che sta valutando di fare un intervento su questa materia e quindi, probabilmente, questo tema del perimetro del *crowdfunding*, non solo azioni ma anche obbligazioni, potrà trovare una risposta compiuta in questa proposta normativa che l'Europa farà credo il prossimo mese.

Il *crowdfunding* è uno dei casi in cui possiamo dire che, come Italia siamo arrivati prima: spesso seguiamo innumerosi provvedimenti legislativi europei che dobbiamo recepire nel nostro ordinamento, ma in questo caso noi siamo stati studiati dalla Commissione Europea, infatti abbiamo fatto numerosi incontri e abbiamo trasmesso i dati sulla nostra regolamentazione.

L'altro tema di sviluppo futuro che vorrei mettere sul tavolo e di cui non si è parlato, è quello di un mercato di sbocco, di un mercato secondario di queste quote che vengono collocate tramite questi portali di *crowdfunding*. E' un'altra attività riservata perché la gestione anche di un MTF, quindi non solo di un mercato regolamentato, ma anche di un sistema multilaterale di negoziazione, è un'attività riservata e quindi soggetta ad autorizzazione da parte della Consob.

Bisogna capire soprattutto in connessione con l'estensione al mondo delle PMI che l'aver dato accesso a questo tipo di mercato anche ad imprese strutturate, comporta tutta una serie di problematiche per cui bisogna garantire, se si vuole sviluppare questa forma di investimenti, una forma di ritorno che può essere il dividendo, ma può essere anche la plusvalenza nell'operazione di compravendita. Ci deve cioè essere evidentemente una prospettiva di redditività perché credo che sia poco allettante investire per poi rimanere titolari di un'azione che poi non si riesce a negoziare in alcun mercato.

Queste mi sembrano le prospettive per il futuro.

Vorrei chiudere il mio intervento tornando sul discorso culturale perché mi sembra il discorso centrale. Quello che diceva il Dottor Scalera sulla ditta individuale piuttosto che la forma societaria, come anche le difficoltà che noi vediamo per le imprese quotate che sono sostanzialmente imprese familiari, imprese che

hanno spesso un socio di controllo forte, evidenza che c'è effettivamente nel nostro Paese una concezione per cui l'impresa è considerata una proprietà e c'è una certa ritrosia a condividere la proprietà dei mezzi di produzione e del *business* con una pluralità di soggetti.

Credo, ma lo dico da un punto di vista puramente descrittivo, che il *crowdfunding*, così come gli altri strumenti di apertura al mercato dei capitali possa essere un utile strumento per vincere questa ritrosia.

Ma ripeto bisogna acquisire, anche grazie alle tecnologie, una flessibilità mentale, una capacità di provare tutte queste strade anche associandole insieme, cioè essere molto versatili da questo punto di vista e utilizzare questi strumenti digitali, che poi alla fine non sono poi così complessi. Effettivamente occorre sviluppare questa capacità di astrarsi dal concetto della piena proprietà, dell'autonomia e della totale indipendenza, puntando a condividere con altri un progetto e soprattutto mettere al centro l'attività. Il fine deve essere che una certa attività, un certo *business* vada avanti a prescindere poi dalla proprietà dei singoli mezzi di produzione.

Come è stato detto effettivamente noi come Italia abbiamo sviluppato un modello che riesce a contemperare il mantenimento del controllo rispetto alla possibilità di aprirsi al mercato. Noi abbiamo tantissime società quotate che hanno un socio di controllo al 50 al 60 anche all'80%. Questo potrebbe sembrare da un punto di vista della pura teoria finanziaria un controsenso, posto che il concetto di *public company* in senso assoluto prevede sostanzialmente una proprietà diffusa e un *management* che è assolutamente avulso dalla proprietà e che gestisce l'azienda nel migliore interesse dei soci.

Però anche il modello di *governance* basato sulla presenza di un azionista di riferimento, può essere un modello valido. Autorevoli studi hanno dimostrato come queste società che pure hanno un controllo forte, hanno addirittura in molti casi una redditività anche maggiore rispetto a società hanno una struttura di *public company* pura.

Il modello diffuso al livello nazionale è un modello che può conciliare varie esigenze, prevedendo una se pur parziale apertura al mercato con quote di capitale ad esempio del 20 o del 30% e con la possibilità di moltiplicare finanziariamente queste quote, perché che si possono emettere azioni senza diritto di voto o con diritti di voto limitati a specifiche delibere. In sostanza si può incrementare la raccolta di capitale limitando l'incidenza sulla *governance* dell'impresa

Quindi le opportunità non mancano. Dopo anni in cui abbiamo studiato e cercato di trovare meccanismi di apertura delle imprese al mercato dei capitali, oggi effettivamente c'è un menù di strumenti e sta agli imprenditori saperli cogliere.

Grazie