



SULLA CAPITALIZZAZIONE DELLE PMI ATTRAVERSO LO STRUMENTO DELL'*EQUITY BASED* *CROWDFUNDING*

di

Valeria Manzo

SOMMARIO: I. Le PMI nello scenario europeo ed italiano. – II. i rapporti intercorrenti tra gli istituti di credito e le PMI. – III. Dal deleveraging al fenomeno del credit crunch – IV. Gli strumenti alternativi al finanziamento bancario in Italia: microcredito e Fondo di garanzia per l'accesso al credito – V. L'equity crowdfunding alla luce delle modifiche apportate al Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line dalla delibera Consob n. 20264 del 17 gennaio 2018 – VI. Conclusioni.

I. LE PMI NELLO SCENARIO EUROPEO ED ITALIANO

Nel contesto economico di un paese industrializzato la centralità delle piccole e medie imprese è, oramai, riconosciuta globalmente tanto da essere divenute uno strumento a diffusione capillare in tutte le economie avanzate in forza delle loro peculiarità operative nonché della capacità di determinare relazioni sinergiche con il contesto sociale.

La rilevanza delle PMI, già affermata in occasione del Trattato di Roma del 1957 con il quale si auspicava la formazione di politiche comunitarie che ne incentivassero la crescita e la proliferazione¹, emerse maggiormente con il Libro Bianco del 1993 della

¹ Recita l'art 157, primo comma, del Trattato di Roma: "La Comunità e gli stati membri provvedono affinché siano assicurate le condizioni necessarie alla competitività dell'industria della Comunità. A tal fine la loro azione è intesa a promuovere un ambiente favorevole all'iniziativa e allo sviluppo delle imprese di tutta la Comunità, segnatamente delle piccole e medie imprese".

Commissione Europea² e con le Comunicazioni della Commissione al Consiglio, al Parlamento Europeo, al Comitato Economico e Sociale Europeo ed al Comitato delle Regioni COM-2008-394 e COM-2011-78 le quali hanno implementato il concetto del *think small first* attraverso la redazione di uno *small business act* (c.d. SBA) che incentivasse e sostenesse i Paesi Membri a creare condizioni economiche e sociali favorevoli alla nascita ed alla crescita delle piccole e medie imprese.

L'utilità di una definizione organica delle PMI si è, invero, resa necessaria al fine di ordinare il mercato del lavoro europeo e determinare un obiettivo comune agli interventi di sostegno e finanziamento tra cui gli approvvigionamenti provenienti dalla BEI (svolgente il compito di concedere crediti finanziati contraendo prestiti sui mercati di capitali) e dal FEI (il quale investe in fondi di capitale di rischio aventi come obiettivo quello di sostenere imprese in rapida crescita o che operano nei nuovi settori tecnologici e fornisce garanzie per portafogli di crediti nei confronti delle PMI a banche che concedono loro prestiti a medio/lungo termine).

La necessità di procedere ad una nuova identificazione dimensionale delle piccole e medie imprese ha, invero, trovato la propria giustificazione tanto nell'esigenza di rendere i parametri finanziari (quali fatturato e volume di bilancio) maggiormente aderenti alla realtà del contesto ambientale ed economico in cui le aziende operavano, quanto nel garantire maggiore sicurezza a livello giuridico e spingere verso lo sviluppo di politiche mirate all'investimento ed all'innovazione nelle suddette imprese.

La definizione comunitaria delle PMI (ricomprensive anche le attività artigianali, individuali e familiari a scopo di lucro) ricomprende:

--- le medie imprese, aventi un numero di dipendenti annui inferiore a 250 ed un fatturato non superiore a 50.000.000 di euro ovvero un totale di bilancio inferiore a 43.000.000 di euro;

² Cfr. G. Paramithiotti, *Il Libro Bianco di Delors per la crescita economica, la competitività e l'occupazione in Europa*, in *Il Politico*, vol. 60, n. 2 (173), 1995, p. 293 ss.

--- le piccole imprese, caratterizzate da un numero di occupanti annui inferiore a 50 e da un fatturato non superiore a 10.000.000 di euro ovvero un totale di bilancio inferiore a 10.000.000 di euro;

--- le microimprese con un numero di occupanti annui inferiori a 10 ed un fatturato o totale di bilancio inferiore a 2.000.000 di euro.

In relazione all'accesso ai finanziamenti da parte delle PMI, la Commissione Europea, ben conscia della dipendenza storica dell'Europa dalle Banche per l'investimento di lungo termine, ha concepito il Libro Verde³ con la finalità di esaminare, in risposta ai fabbisogni propri delle piccole e medie imprese, l'accesso tanto al credito bancario quanto ai finanziamenti non bancari.

In esso, pur attribuendosi alle Banche un ruolo di primordine nell'orientare gli investimenti di lungo periodo, si sottolinea come nell'immediato, la detenzione da parte degli Istituti di Credito di attività a lungo termine fino alla scadenza non appaia più così scontata.

Preso atto di come *“i mercati azionari, delle obbligazioni societarie e delle cartolarizzazioni, continuano a mostrare in Europa un livello di sviluppo relativamente inferiore a quello di altre economie, e il finanziamento da fonti non bancarie rimane perlopiù inaccessibile alle PMI”*, vengono presentate alcune proposte al fine di orientare i programmi attuativi dei singoli Paesi Membri quali lo sviluppo:

- del capitale di rischio attraverso l'istituzione di fondi di garanzia per gli investitori;
- di mercati dedicati e di reti;
- di nuovi strumenti di cartolarizzazione;
- di *standard* per l'attribuzione del *rating* del credito;
- di tipologie di finanziamenti non tradizionali quali il *crowdfunding*.

³ Commissione Europea, Libro Verde: *“Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea”*, Bruxelles, 25 marzo 2013.

Al fine di adeguare la normativa ai nuovi valori dei parametri dimensionali, il Ministero delle Attività Produttive, con il D.M. del 18 aprile 2005, ha aggiornato la definizione di piccole e medie imprese.

Tuttavia, come evidenziato in letteratura la logica ispiratrice dell'intervento non è sembrata tanto quella del mero adeguamento al *dictat* comunitario, quanto piuttosto quella della necessità di fornire chiarimenti in merito alle modalità di applicazione dei criteri da utilizzare per il calcolo della dimensione d'impresa⁴.

Ai sensi dell'art. 2 del D.M. si prevede che: *“1. La categoria delle microimprese, delle piccole imprese e delle medie imprese (complessivamente definita PMI) è costituita da imprese che:*

- a) hanno meno di 250 occupati, e*
- b) hanno un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro, oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro.*

2. Nell'ambito della categoria delle PMI, si definisce piccola impresa l'impresa che:

- a) ha meno di 50 occupati, e*
- b) ha un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 10 milioni di euro.*

3. Nell'ambito della categoria delle PMI, si definisce microimpresa l'impresa che:

- a) ha meno di 10 occupati, e*
- b) ha un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 2 milioni di euro.*

4. I due requisiti di cui alle lettere a) e b) dei commi 1, 2 e 3 sono cumulativi, nel senso che tutti e due devono sussistere.

5. Ai fini del presente decreto:

- a) per fatturato, corrispondente alla voce A.1 del conto economico redatto secondo le vigenti norme del codice civile, s'intende l'importo netto del volume d'affari che comprende gli importi provenienti dalla vendita di prodotti e dalla prestazione di servizi rientranti nelle attività ordinarie della società diminuiti degli sconti concessi sulle vendite nonché dell'imposta sul valore aggiunto e delle altre imposte direttamente connesse con il volume d'affari;*

⁴ Cfr. A. Sacrestano, *Nuove PMI, l'Italia si adegua, in Agevolazione & Incentivi*, Il Sole 24 Ore, Milano, n. 6/2005, p. 86 ss.

- b) per totale di bilancio si intende il totale dell'attivo patrimoniale;*
- c) per occupati si intendono i dipendenti dell'impresa a tempo determinato o indeterminato, iscritti nel libro matricola dell'impresa e legati all'impresa da forme contrattuali che prevedono il vincolo di dipendenza, fatta eccezione di quelli posti in cassa integrazione straordinaria.*

6. Fatto salvo quanto previsto per le nuove imprese di cui al comma 7:

a) il fatturato annuo ed il totale di bilancio sono quelli dell'ultimo esercizio contabile chiuso ed approvato precedentemente la data di sottoscrizione della domanda di agevolazione; per le imprese esonerate dalla tenuta della contabilità ordinaria e/o dalla redazione del bilancio le predette informazioni sono desunte, per quanto riguarda il fatturato dall'ultima dichiarazione dei redditi presentata e, per quanto riguarda l'attivo patrimoniale, sulla base del prospetto delle attività e delle passività redatto con i criteri di cui al decreto del Presidente della Repubblica 23 dicembre 1974, n. 689, ed in conformità agli articoli 2423 e seguenti del codice civile;

b) il numero degli occupati corrisponde al numero di unità-lavorative-anno (ULA), cioè al numero medio mensile di dipendenti occupati a tempo pieno durante un anno, mentre quelli a tempo parziale e quelli stagionali rappresentano frazioni di ULA. Il periodo da prendere in considerazione è quello cui si riferiscono i dati di cui alla precedente lettera a).

7. Per le imprese per le quali alla data di sottoscrizione della domanda di agevolazione non è stato approvato il primo bilancio ovvero, nel caso di imprese esonerate dalla tenuta della contabilità ordinaria e/o dalla redazione del bilancio, non è stata presentata la prima dichiarazione dei redditi, sono considerati esclusivamente il numero degli occupati ed il totale dell'attivo patrimoniale risultanti alla stessa data?

È evidente, col solo confronto con gli altri paesi europei, come il tessuto produttivo italiano sia prevalentemente condensato attorno alla piccola e media dimensione⁵.

Se il rapporto OCSE 2014 sottolineò come le PMI costituissero la colonna portante dell'economia italiana, rappresentando il 99,9% del totale delle imprese, l'80% dell'occupazione ed il 67% del valore aggiunto, ne rivelò, altresì, i profili di debolezza laddove in un contesto di bassa produttività ed investimenti minimi,

⁵ Come attestato dal Centro studi CNA nel 2013.

l'approvvigionamento finanziario ricadeva prioritariamente sul credito bancario di breve periodo.

In un'economia nella quale vi è la tendenza a reinvestire i flussi di cassa generati dalla gestione non direttamente in azienda, il ricorso al credito bancario, intercettando prevalentemente i fabbisogni finanziari relativi agli investimenti in capitale circolante, evidenzia come la finanza aziendale delle piccole e medie imprese sia incentrata sul finanziamento del ciclo commerciale e come il ruolo delle Banche si riduca, sovente, a garantire la continuità temporale del sostegno finanziario della gestione ordinaria, piuttosto che a sostenere percorsi virtuosi di crescita e sviluppo nel lungo periodo⁶ con la conseguente creazione di un vincolo finanziario alla crescita prospettica delle imprese.

Il ridotto livello di capitalizzazione, la forte dipendenza dal canale bancario nonché la rilevante incidenza dell'indebitamento a breve termine rappresentano taluni degli elementi di debolezza caratteristici delle nostre PMI⁷.

Invero, le debolezze finanziarie delle piccole e medie imprese, unitamente alle tensioni creditizie hanno costituito un effettivo freno alla loro crescita ed alla capacità di riuscire a finanziare non solo progetti di sviluppo a lungo termine bensì anche una parte dell'attività ordinaria mediante il normale ricorso al capitale circolante necessario alla sopravvivenza delle imprese.

Il passaggio del sistema finanziario italiano da un modello bancocentrico ad uno disintermediato in cui le imprese possano contare su canali di finanziamento alternativi è sì un obiettivo ambizioso ma possibile su un orizzonte temporale esteso.

In uno scenario di contrazione dell'offerta del credito bancario e di urgente necessità da parte delle imprese di aumentare il proprio livello di patrimonializzazione e riequilibrare la propria struttura finanziaria è stata auspicata l'introduzione di misure e provvedimenti

⁶ Cfr. R. Cenciarini, *Un ponte per la crescita – imprese, banche e finanza per il futuro del sistema Italia*, Milano, 2006, p. 34 ss.

⁷ Cfr. G. Brunetta – G. Mussati – G. Corbetta, *Piccole e medie imprese e politiche di facilitazione*, Milano, 1997, p. 52 ss.; G. Liberatore, *La valutazione delle PMI*, Milano, 2014, p. 120 ss.

virtuosi volti ad incentivare lo sviluppo delle PMI in un'ottica di previsione organica dei flussi e fabbisogni finanziari⁸.

II. I RAPPORTI INTERCORRENTI TRA GLI ISTITUTI DI CREDITO E LE PMI

Avvenendo le scelte finanziarie di un'impresa in un contesto di mercato dei capitali imperfetto, ne deriva che il rapporto tra le Banche e le PMI dipenderà strettamente dalle caratteristiche del sistema finanziario e dalle specificità delle realtà imprenditoriali.

L'intervento di *banking* incontra taluni limiti legati tanto alla possibile riduzione dei vantaggi competitivi, quanto al raggiungimento di una sufficiente autonomia finanziaria⁹, quanto ancora all'essere le condizioni di prestito espressione della natura del prenditore dei fondi, ossia della rischiosità d'impresa.

Secondo la teoria economica maggiormente consolidata, se è vero che gli Istituti di Credito tendono ad intessere relazioni informative ed operative molto strette con le imprese, è altresì vero come in un segmento come quello delle PMI caratterizzato da una intrinseca ed ineliminabile asimmetria ed opacità informativa, essi debbano porre in essere un'attività di monitoraggio nonché di *screening* delegato delle controparti finanziate attraverso forme di *relationship lending*¹⁰.

Attraverso il modello del *relationship banking*, con il quale si indica un approccio di tipo relazionale in un'ottica di profittabilità di lungo periodo derivante da stabili rapporti creditizi con il bacino di clientela, l'opacità dei rapporti informativi fra prenditori e finanziatori viene, in una certa misura, superata dalla produzione di informazioni da parte dell'Istituto erogante il credito.

⁸ Cfr. C. Arlotta, F. Bertoletti, C. Calvani, E. Coda Negozio, L. Fici, G. Liberatore, L. Pasquetti, C. Pesaro, R. Scialdone, F. Salvatici, G. Venturini, *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa Mini bond, Cambiali finanziarie, AIM, Progetto Elite, SPAC, Incentivi allo sviluppo*, Milano, 2014, p. 18 ss.

⁹ Cfr. P. Mottura, *Condizioni di equilibrio finanziario della strategia d'impresa*, in *Finanza marketing e produzione*, vol. n. 1, 1987, p. 7 ss.

¹⁰ Per una rassegna della letteratura sul *relationship lending*, cfr. E. Elyasiani – G. Goldberg.

Affinché gli Istituti di Credito possano estrarre un valore dal predetto modello, dovranno disporre:

- di informazioni quantitative e qualitative tali da permetter loro di valutare *ex ante* il rischio di credito;
- di informazioni andamentali nel corso del finanziamento tali da individuare tempestivamente l'insorgere di comportamenti di azzardo morale da parte dell'impresa debitrice.

In assenza delle succitate condizioni, è palese come la Banca avendo poche possibilità di esercitare un'incisiva ed efficace attività di monitoraggio delle controparti al fine di indirizzare le proprie politiche di credito, sarà costretta a limitarsi ad una semplice attività di *screening* sul territorio delle realtà da finanziare, sfruttando canali informativi deboli, fortemente informali, che privilegiano informazioni qualitative raccolte attraverso un sistema di relazioni personali con l'imprenditore.

Al fine di meglio comprendere il fenomeno in esame e rapportarlo al sistema italiano è necessario condurre un'attenta analisi alla luce delle problematiche relative al credito razionato ed all'influenza dimensionale, nonché agli effetti derivanti da una relazione di credito c.d. stretta.

Relativamente al primo aspetto, il modello di Stiglitz e Weiss¹¹ espone le motivazioni che inducono una Banca, di fronte all'impossibilità di valutare la rischiosità dei diversi soggetti, a scegliere di ridurre la quantità di credito concessa anziché innalzare il tasso d'interesse sino al livello di riequilibrio della domanda e dell'offerta, con il controproducente effetto di favorire fenomeni di selezione avversa e di *moral hazard*.

Secondo tale contributo, le ragioni del razionamento sono da rintracciare nel diverso comportamento da parte degli Istituti Bancari e delle imprese nei confronti del rischio; difatti se i profitti attesi dell'impresa aumentano all'aumentare del rischio, diversamente

¹¹ Cfr. J. E. Stiglitz – A. Weiss, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, in *The American Economic Review*, Vol. 71, 1981, p. 393 ss.

quelli della Banca si riducono essendo il proprio *focus* legato unicamente al progetto per il quale l'impresa richiede il credito.

Per quanto concerne, invece, l'effetto della dimensione aziendale, la specializzazione creditizia per cui le grandi Banche tendono ad offrire credito alle grandi imprese mentre le Banche di piccole dimensioni si rivolgono in via preferenziale alle PMI, è un orientamento ancor oggi condiviso¹².

Difatti, se la richiesta da parte delle PMI di quantitativi di credito poco elevati non rende conveniente la standardizzazione dei criteri di valutazione del merito di credito e non consente agli Istituti Bancari maggiori di realizzare economie di scala, diversamente deve dirsi in relazione alle Banche minori maggiormente avvezze ad accedere a flussi informativi più informali¹³.

Da ultimo, circa gli effetti derivanti da una relazione di credito c.d. stretta si evidenzia come l'attività di *merchant banking* risulti eccessivamente limitata avendo le Banche sviluppato le proprie relazioni con le PMI all'insegna della sola esigenza di finanziamento¹⁴:

In un sistema come quello italiano dove il rapporto intercorrente tra gli Istituti di Credito e le piccole e medie imprese risulta connotato:

--- tanto da una scarsa capacità del sistema bancario di approfondire analisi e valutazioni di rischio e rendimento delle imprese, nonché per la ridotta capacità di discriminazione tra controparti per merito di credito e redditività prospettica;

¹² Cfr. A. N. Berger – G. F. Udell, *Relationship banking and lines of credit in small finance*, Journal of Business, Vol. 68, 1995, p. 351 ss.

¹³ Cfr. M. Petersen – R. Rajan, *The Benefits of Banking Relationships: Evidence from Small Business Data*, The Journal of Finance, Vol. 49, 1994, p. 3–37.

¹⁴ Cfr. P. Brighi, *Il ruolo delle banche regionali nei servizi alle imprese: teorie ed evidenze empiriche del relationship banking*, in Corporate banking, credito e finanza delle imprese, Roma, 2006, p. 52 ss.

--- quanto dalla propensione da parte delle PMI di non condividere il controllo aziendale e mantenere elementi deteriori di opacità, frammentazione e fragilità nella relazione informativa ed operativa con le Banche¹⁵,

ne è conseguita una relazione Banche-PMI che anziché orientarsi verso la riduzione delle barriere informative si è, invece, contraddistinta per la sussistenza di una dialettica oggettivamente debole¹⁶.

III. DAL *DELEVERAGING* AL FENOMENO DEL *CREDIT CRUNCH*

L'instabilità nei mercati ed il deterioramento del quadro macroeconomico a seguito delle insolvenze collegate al segmento dei mutui *subprime* hanno evidenziato le fragilità delle Banche a far fronte a difficoltà di patrimonializzazione¹⁷, anticipando così il rischio di un *credit crunch* ovvero di una restrizione dell'offerta di prestiti con possibili ripercussioni sull'attività produttiva¹⁸.

Tra le accuse più frequentemente rivolte agli Istituti Bancari che hanno condotto alla crisi finanziaria si annoverano tanto l'aver utilizzato un'altissima leva finanziaria "*confidando sempre meno nel finanziamento tramite depositi e sempre più nella raccolta di liquidità tramite i mercati finanziari*"¹⁹, quanto la mancanza di un adeguato sistema di *corporate governance*²⁰.

In letteratura non si ravvisa una definizione unanime del fenomeno del *credit crunch* utilizzato per definire diverse tipologie di eventi, tra cui l'inasprimento della politica monetaria, il razionamento del credito da parte delle banche ovvero la diminuzione

¹⁵ Cfr. C. Zara, *PMI, rapporti con i finanziatori e complessità d'impresa*, in Banca, in *Impresa e Società*, n. 2/2006, p. 281 ss.

¹⁶ Cfr. A. Fazio, *Considerazioni Finali all'assemblea del 31 maggio 2000*.

¹⁷ Parlando di istituzioni finanziarie, per *leverage* si intende il rapporto tra il totale degli *assets* ed il capitale facente parte del Tier 1, ovvero quello considerato più sicuro ed in grado di assorbire perdite.

¹⁸ Cfr. F. Panetta - F. M. Signoretti, *Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria*, Banca d'Italia – Questioni di Economia e Finanza, n. 63, p. 7 ss.

¹⁹ Cfr. M. Raberto – A. Teglio – S. Cincortti, *Debt, deleveraging and business cycles: An agent-based perspective*, in *Economics – The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, Kiel Institute for the World Economy, 2012, vol. 6, p. 49.

²⁰ Cfr. M. Brogi, *Corporate governance bancaria e sana e prudente gestione*, in Banca, *Impresa e Società*, n. 2, 2010, p. 293 ss.

dell'offerta di credito, ovvero ancora quella situazione in cui l'offerta di credito si trova al di sotto dei livelli solitamente identificati, con prevalenti tassi di interesse di mercato e della redditività dei progetti di investimento.

Allorquando si verifica una stretta del credito la relazione che unisce la disponibilità alla concessione di credito ai tassi di interesse viene principalmente condizionata in due modi ovvero:

- con uno spostamento della curva dell'offerta di credito verso sinistra, ad un determinato tasso di interesse (*price mechanism*);

- con una restrizione nella concessione di credito, indipendentemente dal livello dei tassi di interesse (*no-price mechanism*), definita *credit rationing* che ben può profilarsi sotto i seguenti tre distinti scenari:

--- *pure rationing* laddove il credito venga negato;

--- *divergent views rationing* nel caso in cui le Banche non siano disposte a concedere prestiti ovvero impongano costi elevati in termini di garanzie e tassi di interesse;

--- *sector rationing* con conseguente applicazione di *standard* creditizi ad una determinata classe di clienti ovvero ad un determinato settore.

L'aspetto maggiormente rilevante della stretta creditizia è rappresentato dall'incremento delle imprese *rationed* ossia a quelle imprese alle quali è stato negato l'affidamento (c.d. *strongly rationed*) ovvero che abbiano rinunciato al finanziamento a causa dell'elevato costo che avrebbero dovuto sostenere in termini di tassi d'interesse e garanzie richieste (c.d. *weakly rationed*).

Al fine di contestualizzare il fenomeno del *credit crunch* nella realtà italiana, si rende necessario chiarire la composizione del tessuto imprenditoriale delle PMI.

Secondo la definizione fornita dalla Commissione Europea nel 2003²¹ devono ritenersi piccole imprese quelle con un numero di dipendenti non superiore a 50 e con un fatturato annuo ovvero un totale di bilancio annuo non superiori a 10.000.000 di euro; mentre rientrano nella definizione di medie imprese quelle con un numero di dipendenti inferiore

²¹ Raccomandazione della Commissione del 6 maggio 2003 (2003/361/CE).

a 250 e con un fatturato annuo non superiore a 50.000.000 di euro, il cui totale in bilancio non superi, ad ogni modo, i 43.000.000 di euro.

In un sistema finanziario come quello italiano incentrato sull'attività bancaria (c.d. *bank-oriented*) e sulle stabili relazioni tra Istituti Bancari ed imprese (c.d. *relationship-based system*), la crisi finanziaria ha portato gli intermediari ad assumere un atteggiamento prudentiale nei confronti della clientela, selezionandola con maggiore attenzione ed irrigidendo gli *standard* di merito di credito sia in termini di tassi d'interesse che in termini di garanzie limitando, così, gli affidamenti bancari.

Il rischio di credito si configura alla stregua di un pericolo di subire perdite nello svolgimento dell'attività creditizia allorquando il soggetto finanziato non sia in grado di far fronte ai propri impegni di pagamento ovvero veda deteriorarsi il proprio livello di affidabilità non riuscendo a mantenere gli obblighi assunti nei confronti della Banca²².

Sotto il profilo di una maggiore trasparenza nei rapporti tra gli Istituti Bancari e le imprese, il nuovo sistema di valutazione del credito introdotto da Basilea 2 avrebbe, invero, potuto rappresentare la chiave di volta nella cultura degli imprenditori italiani.

Esso, difatti, non si sarebbe più basato solo sulle tradizionali competenze sul piano tecnico, commerciale e gestionale, bensì sulla consapevolezza della necessità di acquisire nuove capacità in campo finanziario e comunicativo tali da permettere agli imprenditori stessi di gestire nuovi rapporti con le istituzioni finanziarie e cogliere le opportunità offerte da mercati sempre più globalizzati.

Se la scarsa conoscenza e competenza in ambito finanziario ha portato le PMI a scegliere il canale bancario come interlocutore cui rivolgersi in via preferenziale per la raccolta di fonti di finanziamento, la circostanza che le stesse si avvalgano di una contabilità semplificata, ha portato le Banche ad assumere una posizione prudentiale volta a tutelare il proprio patrimonio attraverso il frazionamento del rischio.

²² Cfr. A. Sironi A., P. Savona, *La misurazione e la gestione del rischio di credito: approcci alternativi, obiettivi e applicazioni*, Roma, 2000, p. 42 ss.

All'interno del Nuovo Accordo il sistema dei *rating* interni assume una posizione cruciale potendo le Banche avvalersi della metodologia IRB – *Foundation Approach*, quale strumento strategico per la selezione del credito e la composizione di portafoglio per le PMI, al fine di assegnar loro un *rating* e, eventualmente, ricorrere a strumenti di attenuazione ed aggravamento del rischio per correggere il fattore di ponderazione inizialmente assegnato. La segmentazione della clientela che ogni banca è tenuta ad operare in base ad un proprio modello interno permette, così, di creare un portafoglio di prestiti alle PMI diversificato, che risulti meno rischioso in virtù della relazione inversa che lega rischio e diversificazione.

In ragione di quanto esposto, il Comitato di Basilea ha previsto un trattamento di *favor* per i crediti erogati alle piccole e medie imprese proponendo, nello specifico, esposizioni diverse a seconda che esse siano classificate nel portafoglio *retail*²³ ovvero *corporate*²⁴.

La recente crisi finanziaria ha, difatti, messo in discussione gli strumenti di vigilanza stabiliti da Basilea 2, delineandone notevoli debolezze.

Tra le diverse fragilità, quella che ha enfatizzato il fenomeno del *credit crunch*, è stata proprio la “prociclicità” dell’impianto regolamentare²⁵ con la conseguenza che, nel momento in cui il quadro congiunturale è andato aggravandosi, gli Istituti Bancari si sono trovati a contabilizzare nei propri bilanci gli effetti del deterioramento del valore degli attivi.

²³ Rientrano nel suddetto portafoglio le esposizioni non garantite le quali soddisfino le seguenti condizioni:

a) l'esposizione dev'essere nei confronti di persone fisiche o di piccole e medie imprese;
b) l'esposizione verso un singolo cliente ovvero verso un gruppo di clienti connessi non deve superare l'1% del totale del portafoglio;

c) il totale degli importi dovuti alla banca ovvero al gruppo bancario da un singolo cliente o da un gruppo di clienti connessi, ad esclusione delle esposizioni garantite da immobili residenziali, non deve superare il valore di 1.000.000 di euro. A tal fine andranno calcolate anche le esposizioni scadute.

²⁴ Rientrano nel portafoglio *corporate* le esposizioni verso persone fisiche e imprese le quali non siano associate al portafoglio *retail*.

²⁵ Cfr. C. Borio - C. Furfine - P. Lowe, *Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options*, Basel, 2001, n. 1, p. 76 ss.

Per l'effetto, i requisiti patrimoniali previsti dalla normativa si sono fatti maggiormente pressanti, richiedendo maggiori accantonamenti di capitale risultato, invero, scarsamente reperibile e gli intermediari sono stati, così, condotti ad assumere un atteggiamento prudenziale nei confronti della clientela, irrigidendo gli *standard* di credito, sia in termini di tassi di interesse sia in termini di garanzie reali a fronte del maggior rischio assunto.

IV. GLI STRUMENTI ALTERNATIVI AL FINANZIAMENTO BANCARIO IN ITALIA: MICROCREDITO E FONDO DI GARANZIA PER L'ACCESSO AL CREDITO

Le difficoltà di accesso al credito bancario a causa dell'assenza ovvero dell'inadeguatezza delle garanzie reali offerte, nonché delle dimensioni dell'attività, non ha consentito alle piccole e medie imprese di svilupparsi adeguatamente e creare un sistema economico e finanziario efficiente e sostenibile.

Il microcredito (o microfinanza) è universalmente riconosciuto quale strumento volto a contrastare l'esclusione finanziaria e, al contempo, a porre le basi per una crescita socialmente ed economicamente integrata.

Esso viene da sempre considerato come espressione della c.d. finanza "etica" costruita su un modello di commistione di meccanismi base della finanza tradizionale (come l'intermediazione, la raccolta di risparmio e la concessione di finanziamenti) e valutazioni squisitamente morali.

Riassume l'economista Schettini Gherardini: *“Quando nel mondo del credito si parla di “finanza etica” generalmente si assiste all'esposizione del seguente concetto: se il denaro è utilizzato per finanziare attività “sociali”, il suo uso è “etico”. Ovviamente si presume che in caso contrario non lo sia, o lo sia meno. Dietro questa concezione c'è sicuramente una sfumatura ideologica che antepone l'etica del capitalismo (in sostanza il profitto) a un'altra etica: il denaro per qualcos'altro (un'ideologia, una religione, un'opinione ecc.). La ragione comprensibilmente risiede nell'attitudine di una parte del mondo imprenditoriale a interpretare il capitalismo come una corsa selvaggia al denaro, dimenticando purtroppo*

*che i valori sui quali si fonda sono anche altri. Da qui la comprensibile reazione, che pone l'accento "sulla finalità" nell'uso del denaro quale elemento discriminante per giudicare l'"eticità" dell'investitore e dell'investimento"*²⁶.

L'obiettivo perseguito è, dunque, quello di evidenziare le ripercussioni che gli investimenti finanziari provocano sull'economia reale, privilegiando comportamenti fondati sul raggiungimento di uno sviluppo eticamente sostenibile e proporre strumenti in grado di fornire soluzioni pratiche e vantaggiose al fine di superare le lacune dei sistemi finanziari tradizionali concentrandosi su aspetti ritenuti spesso marginali²⁷.

Il microcredito nella sua moderna accezione (dovuta al fondatore della Grameen Bank, l'economista Mohammad Yunus) si è sviluppato nei paesi con strutture finanziarie avanzate al fine di rispondere alle esigenze di "bancabilità" dei soggetti che per le regole tradizionali risultavano non bancabili ovvero non più bancabili.

L'esordio dell'attività di microcredito nel nostro paese è ascrivibile alla creazione, nel 2006, del Comitato nazionale italiano permanente per il microcredito, ridenominato, cinque anni più tardi, Ente nazionale per il microcredito (ENM).

La missione dell'ENM *"è orientata al sostegno di iniziative volte a favorire lo sviluppo della microimprenditoria e del lavoro autonomo, nonché la lotta alla povertà e l'inclusione finanziaria di quelle categorie sociali definite "non bancabili" a causa della mancanza o carenza di garanzie da offrire al sistema bancario tradizionale"*²⁸.

I riferimenti normativi che regolano le attività di microcredito sono, principalmente, contenuti nel Decreto Legislativo n. 141 del 13 agosto 2010 (emesso in attuazione della Direttiva 2008/48/CE relativa ai contratti di credito ai consumatori ed alle modifiche del titolo VI del Testo Unico Bancario in merito alla disciplina dei soggetti operanti nel settore finanziario, degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi) il quale, nel

²⁶ Cfr. J. Schettini Gherardini, *La finanza etica: evoluzione e trasformazione*, in *Etica, futuro e finanza*, Il Sole 24Ore, 2002, p. 11 ss.

²⁷ Cfr. C. Conti - A. Mauri, *Finanza informale, finanza etica e finanza internazionale nelle piccole e medie imprese*, Milano, 2000, p. 13 ss.

²⁸ Consultabile alla pagina web <http://rivista.microcredito.gov.it/component/tags/tag/17-n12.html>

modificare il TUB, ha introdotto una definizione ed una regolamentazione delle attività di microfinanza.

Nello specifico, ai sensi dell'articolo 111 TUB: *“1. In deroga all'articolo 106, comma 1, i soggetti iscritti in un apposito elenco, possono concedere finanziamenti a persone fisiche o società di persone o società a responsabilità limitata semplificata di cui all'articolo 2463-bis codice civile o associazioni o società cooperative, per l'avvio o l'esercizio di attività di lavoro autonomo o di microimpresa, a condizione che i finanziamenti concessi abbiano le seguenti caratteristiche:*

- a) siano di ammontare non superiore a euro 25.000,00 e non siano assistiti da garanzie reali;*
- b) siano finalizzati all'avvio o allo sviluppo di iniziative imprenditoriali o all'inserimento nel mercato del lavoro;*
- c) siano accompagnati dalla prestazione di servizi ausiliari di assistenza e monitoraggio dei soggetti finanziati.*

2. L'iscrizione nell'elenco di cui al comma 1 è subordinata al ricorrere delle seguenti condizioni:

- a) forma di società per azioni, in accomandita per azioni, a responsabilità limitata e cooperativa;*
- b) capitale versato di ammontare non inferiore a quello stabilito ai sensi del comma 5;*
- c) requisiti di onorabilità dei soci di controllo o rilevanti, nonché di onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali, ai sensi del comma 5;*
- d) oggetto sociale limitato alle sole attività di cui al comma 1 nonché alle attività accessorie e strumentali;*
- e) presentazione di un programma di attività.*

3. I soggetti di cui al comma 1 possono erogare in via non prevalente finanziamenti anche a favore di persone fisiche in condizioni di particolare vulnerabilità economica o sociale, purché i finanziamenti concessi siano di importo massimo di euro 10.000, non siano assistiti da garanzie reali, siano accompagnati dalla prestazione di servizi ausiliari di bilancio familiare, abbiano lo scopo di consentire l'inclusione sociale e finanziaria del beneficiario e siano prestati a condizioni più favorevoli di quelle prevalenti sul mercato.

3-bis. Nel caso di esercizio dell'attività di cui al comma 3, questa attività e quella di cui al comma 1 devono essere esercitate congiuntamente.

4. In deroga all'articolo 106, comma 1, i soggetti giuridici senza fini di lucro, in possesso delle caratteristiche individuate ai sensi del comma 5 nonché dei requisiti previsti dal comma 2, lettera c), possono svolgere l'attività indicata al comma 3, a tassi adeguati a consentire il mero recupero delle spese sostenute dal creditore.

5. Il Ministro dell'Economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia, emana disposizioni attuative del presente articolo, anche disciplinando:

a) requisiti concernenti i beneficiari e le forme tecniche dei finanziamenti;

b) limiti oggettivi, riferiti al volume delle attività, alle condizioni economiche applicate e all'ammontare massimo dei singoli finanziamenti, anche modificando i limiti stabiliti dal comma 1, lettera a) e dal comma 3;

c) le caratteristiche dei soggetti che beneficiano della deroga prevista dal comma 4;

d) le informazioni da fornire alla clientela.

5-bis. L'utilizzo del sostantivo microcredito è subordinato alla concessione di finanziamenti secondo le caratteristiche di cui ai commi 1 e 3".

In un'ottica squisitamente imprenditoriale si precisa come il mercato del microcredito sia retto da istituzioni di microfinanza quali onlus, associazioni non-profit o fondazioni (le quali nel fungere da intermediarie e garanti presso gli Istituti Bancari con i quali hanno stretto accordi, conducono uno studio preliminare del soggetto richiedente in relazione alla gestione del rapporto di credito), MAG (ovvero mutue autogestite attraverso le quali, previa raccolta di fondi presso i soci, si finanziano, a tassi d'interesse vantaggiosi, progetti autogestiti etici e solidali) ovvero istituzioni di microfinanza, e limiti l'accesso unicamente alle associazioni, alle società cooperative, alle società di persone ed alle società a responsabilità limitata semplificata per un importo massimo finanziato di 25.000 euro.

Stante quanto sin qui esposto, si è avvertita l'esigenza di prevedere uno specifico strumento di politica industriale in grado d'incrementare gli stanziamenti e le disponibilità finanziarie delle PMI.

A fronte di un significativo razionamento delle risorse pubbliche destinate al sistema degli incentivi alle imprese, nel corso degli anni, il Fondo di garanzia ha assunto un ruolo

strategico nella politica industriale italiana con un sensibile incremento degli stanziamenti e delle disponibilità finanziarie tale da aver consentito un significativo sviluppo delle domande e dei finanziamenti garantiti.

Il Fondo di garanzia interviene sostenendo lo sviluppo delle piccole e medie imprese concedendo loro una garanzia pubblica a fronte di finanziamenti erogati dalle Banche, anche per investimenti all'estero, con la garanzia per l'Istituto Bancario in caso d'insolvenza da parte dell'impresa di essere risarcito direttamente dal Fondo e, in caso di eventuale esaurimento di liquidità di quest'ultimo, dallo Stato.

Quale strumento agevolativo a favore delle PMI, sia in termini assoluti per volumi garantiti, che, nell'attuale congiuntura, in funzione anticrisi, il Fondo prevede la possibilità per le aziende di modulare le percentuali di copertura dei finanziamenti ammessi alla garanzia, in funzione di priorità settoriali e/o geografiche, con un tetto massimo dell'80% coerente con le disposizioni comunitarie in materia di aiuti di Stato sotto forma di garanzia.

Le imprese le quali vogliano accedere al Fondo, oltre a dover soddisfare la definizione europea di PMI ed aver provveduto al deposito di almeno due bilanci, dovranno:

- essere ritenute economicamente e finanziariamente sane (ovvero atte a far fronte agli impegni derivanti dalle operazioni per le quali è richiesto l'intervento del Fondo sulla base della consistenza patrimoniale e finanziaria);
- operare in uno dei seguenti settori ISTAT:
 - agricoltura, caccia o silvicoltura (che possono accedere ai soli interventi di controgaranzia);
 - pesca e servizi connessi (che possono accedere ai soli interventi di controgaranzia);
 - estrazione di minerali;
 - attività manifatturiere;
 - produzione e distribuzione di energia elettrica, gas ed acqua;
 - costruzioni;

- commercio all'ingrosso ed al dettaglio, riparazione di auto e motoveicoli e di beni personali e per la casa;
- alberghi e ristoranti;
- trasporti, magazzinaggio e comunicazioni;
- attività immobiliari noleggiate, informatica, ricerca ed altre attività professionali ed imprenditoriali;
- istruzione;
- sanità ed altri servizi sociali;
- altri servizi pubblici, sociali e personali.

Per quanto concerne le concessioni delle quali possono godere le PMI occorre distinguere tra garanzie, controgaranzie e cogaranzie.

La malleveria diretta dello Stato viene concessa allorché il Fondo garantisca senza l'ausilio di intermediari i soggetti finanziatori quali le Banche, gli intermediari finanziari e le società finanziarie per lo sviluppo e l'innovazione alle piccole e medie imprese.

Tale garanzia, incondizionata ed irrevocabile, copre l'ammontare dell'esposizione per capitale, interessi contrattuali e di mora dei soggetti richiedenti nei confronti dei soggetti beneficiari finali, calcolato al 60° giorno successivo all'intimazione di pagamento ed è concessa su di una base percentuale rispetto all'ammontare delle operazioni ammesse in misura non superiore:

- all'80% per operazioni relative a PMI e consorzi ubicati nelle zone ammesse alla deroga di cui all'art. 87.3.a);
- all'80% per le PMI ed i consorzi che sottoscrivano contratti d'area o patti territoriali;
- all'80% per le imprese a prevalente partecipazione femminile;
- all'85% per le imprese che vantano crediti nei confronti di grandi imprese in amministrazione straordinaria;
- al 60% per tutte le altre operazioni.

Diversamente a dirsi per la controgaranzia la quale viene prestata dal Fondo a favore dei confidi e degli altri consorzi di garanzia a prima richiesta (esplicita, incondizionata,

irrevocabile ed accordata a condizione che le garanzie prestate seguano le stesse condizioni e modalità della garanzia diretta) ovvero in forma sussidiaria (qualora le garanzie prestate non seguano le stesse condizioni e modalità suindicate per la garanzia diretta) in una misura non superiore al 90% dell'importo garantito dai soggetti richiedenti a patto che le garanzie prestate non superino le seguenti percentuali relative all'ammontare di ciascuna operazione:

- all'80% per operazioni relative a PMI e consorzi ubicati nelle zone ammesse alla deroga di cui all'art. 87.3.a);
- all'80% per le PMI ed i consorzi che sottoscrivano contratti d'area o patti territoriali;
- all'80% per le imprese a prevalente partecipazione femminile;
- all'85% per le imprese che vantano crediti nei confronti di grandi imprese in amministrazione straordinaria;
- al 60% per tutte le altre operazioni.

Da ultimo, la cogaranzia richiesta dai confidi o dagli altri fondi di garanzia che hanno stipulato convenzioni con MCC, sarà prestata dal Fondo direttamente a favore dei soggetti finanziatori e congiuntamente ai confidi o agli altri fondi di garanzia.

Si precisa, infine, come con decreto di natura non regolamentare adottato dal MISE d'intesa col MEF, sia stata regolata tanto la soglia massima garantibile sulla base dell'attuale metodo di calcolo dell'ESL²⁹ (pari a 2.500.000,00 per ogni singola impresa), quanto la misura della copertura degli interventi di garanzia, controgaranzia e cogaranzia quanto, ancora, la misura della copertura massima delle perdite in relazione alle tipologie di operazioni finanziarie, categorie di imprese beneficiarie finali, settori economici di appartenenza ed aree geografiche.

²⁹ Ovvero all'Equivalente Sovvenzione Lordo autorizzato dalla Commissione Europea.

V. L'EQUITY CROWDFUNDING ALLA LUCE DELLE MODIFICHE APPORTATE AL REGOLAMENTO SULLA RACCOLTA DI CAPITALI DI RISCHIO TRAMITE PORTALI *ON-LINE* DALLA DELIBERA CONSOB N. 20264 DEL 17 GENNAIO 2018

Il sistema del *crowdfunding*³⁰ ovvero, come precisato dalla Consob³¹, quel sistema d'intermediazione attraverso il quale una vasta platea di investitori (*crowd*) conferiscono somme di denaro (*funding*) al fine di finanziare un progetto imprenditoriale ovvero iniziative di diverso genere attraverso l'utilizzo di piattaforme *online* è stato introdotto nel nostro ordinamento dal Decreto Legge n. 179 del 18 ottobre 2012 (c.d. Decreto Crescita) convertito con modificazioni nella Legge n. 221 del 17 dicembre 2012.

Il ricorso a tale tipologia di finanziamento è stato utilizzato allo scopo di sostenere progetti imprenditoriali incontranti difficoltà a reperire le necessarie risorse finanziarie attraverso i sistemi tradizionali ovvero per il sostegno d'iniziativa di natura politica, artistica, culturale, umanitaria ovvero di diverso tipo.

Per tale motivo oltre a piattaforme di *crowdfunding* c.d. "generaliste" si sono affiancate piattaforme specializzate nella raccolta di fondi da destinare alla realizzazione di progetti in settori specifici quali ad esempio la musica, il cinema ovvero la ricerca scientifica.

Il contributo versato da ciascun sostenitore è spesso modesto; tuttavia grazie alla capacità della rete *web* di raggiungere un gran numero di utenti interessati, il *crowdfunding* ha dimostrato di essere un sistema in grado di reperire risorse finanziarie di un certo rilievo per la realizzazione di diversi progetti imprenditoriali.

³⁰ Per una descrizione del fenomeno del *crowdfunding*, *ex multis*, S. Bradford, *Crowdfunding and the federal securities law*, in Columbia Law Review, 2012, 1, p. 10 ss.; L. Traeger – W. Kassinger – Z. D. Kaufman, *Democratizing entrepreneurship: an overview of the past, present and future of crowdfunding*, in Securities Regulation & Law Report, 2013, p. 209 ss.; D. Jeng, *The JOBS Act: Rule 506, crowdfunding and the balance between efficient capital formation and investor protection*, 2012, p. 18 ss.

³¹ Definizione tratta dal documento Consob *Equity Crowdfunding: Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una "Start-Up Innovativa" Tramite Portali On-Line*, consultabile sul sito internet www.consob.it/main/trasversale/risparmiatori/investor/crowdfunding/in-dex.html

In relazione ai progetti finanziabili si categorizzano delle piattaforme di *crowdfunding* con ovvero senza scopo di lucro.

Diversamente, sulla base delle modalità di funzionamento della raccolta fondi è possibile distinguere tra i seguenti sei modelli di *crowdfunding*:

- *lending based*;
- *donation based*;
- *reward based*;
- *invoice trading*;
- *royalty based*;
- *equity based*.

Il *lending crowdfunding* è una modalità di raccolta fondi basata su microprestiti tra privati in cui gli investitori possono prestare denaro attraverso il *web* a persone fisiche (*consumer*) ovvero ad imprese (*business*) a fronte di un interesse al rimborso del capitale.

Generalmente la piattaforma di *crowdfunding de qua* seleziona il prestito attribuendo un *rating* e lo suddivide tra una molteplicità di investitori già acquisiti per frazionarne il rischio (c.d. modello diffuso) oppure lo presenta alla folla di *internet* la quale potrà decidere se finanziare o meno il progetto (c.d. modello diretto)³².

Con il *donation based crowdfunding* si effettua una sorta di raccolta di fondi (generalmente ad enti ed organizzazione del settore non-profit) attraverso un portale *web* al fine di sostenere iniziative filantropiche, politiche o culturali.

Ai sostenitori del progetto non spetta alcun rimborso delle somme versate, né è previsto in loro favore un ritorno di natura economica³³.

Diversamente a dirsi nel *reward based crowdfunding* laddove i soggetti che sostengono iniziative di tipo cinematografico, musicale, artistico od imprenditoriale ricevono quale

³² Cfr. M. Passaretta, *Bitcoin: il leading case italiano.*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc. 4, 2017, p. 471.

³³ Un esempio di piattaforma di *donation crowdfunding* in Italia è la Retedeldono volta alla raccolta di donazioni *on line* a favore di progetti di utilità sociale ideati e gestiti da organizzazioni *no-profit*.

ricompensa la prevendita del prodotto oggetto dell'iniziativa finanziata con uno sconto rispetto al prezzo praticato al successivo momento della commercializzazione³⁴.

L'*invoice trading*, ovvero la cessione di fatture commerciali in cambio di un anticipo in denaro attraverso un portale *internet*, rappresenta un sistema di *fundraising*³⁵ attraverso il quale, smobilizzandosi un ingresso di cassa, si mettono in contatto PMI aventi fatture da scontare per finanziare il proprio circolante con investitori più o meno professionali a seconda del modello di business di ogni piattaforma.

³⁴ Noti esempi di piattaforme di *reward based crowdfunding* sono Kickstarter (in cui inventori e creativi sono autorizzati a lanciare una campagna e cercare il supporto della community mondiale per finanziarla e dar vita al loro progetto) attivo in Italia dal 2015 e Indiegogo (sito internazionale di finanziamento collettivo fondato nel 2008).

³⁵ In Italia risultano attivi cinque operatori nell'*invoice trading* ovvero Workinvoice (gestita dalla società Workinvoice Srl, startup innovativa fondata nel 2013. Il gruppo imprenditoriale è stato supportato finanziariamente da due gruppi industriali e da un *business angel*. Negli ultimi mesi, Workinvoice ha avviato collaborazioni con compagnie assicurative, che si sono rese disponibili a coprire i rischi di mancato pagamento delle fatture anche in virtù del fatto che i crediti (e le aziende che li cedono) siano passati attraverso il processo di valutazione e di *onboarding* studiato e realizzato dalla piattaforma. Nella stessa direzione va l'accordo con Willis Towers Watson, multinazionale del brokeraggio assicurativo e della consulenza sui rischi (anche di credito), operativo sia sul lato *origination* sia sulla strutturazione di soluzioni integrate di finanza/assicurazione per gli investitori globali che operano su Workinvoice. All'orizzonte vi è una operazione di cartolarizzazione sulle fatture presentate dal portale. Il meccanismo di cessione è l'asta competitiva), Cashinvoice (portale gestito dalla società Hub21 Srl, che si qualifica come piattaforma di comparazione non essendo il modello propriamente di tipo 'crowd' stante che l'investimento è aperto solo ai soggetti iscritti all'albo delle imprese che praticano la cessione dei crediti d'impresa (tenuto a cura della Banca d'Italia); Credimi S.p.A. (fondata nel 2015 ed 'autorizzata dalla Banca d'Italia ad operare come erogatore di finanziamenti secondo l'articolo 106 del Testo Unico Bancario. Possono accedere al portale imprese con fatturato minimo di 500.000 euro. La selezione viene fatta attraverso un sistema di *rating* sviluppato internamente, dal quale scaturisce la proposta del prezzo di acquisto della fattura presentata; come specificato nella pagina precedente, è Credimi stessa ad anticipare il denaro in caso di accettazione. La cessione del credito avviene in modalità pro-solvendo, conferendo ai clienti un mandato all'incasso. I crediti originati dalle fatture vengono acquistati da investitori istituzionali, tipicamente fondi di investimento, gestiti da partner come Anima SGR, Anthilia Capital Partners SGR, BG Fund Management Luxembourg S.A. e Tikehau Capital); CashMe CashMe (gestito dall'omonima società il cui meccanismo di cessione delle fatture selezionate dalla piattaforma è un'asta. Possono accedere alla piattaforma tutte le società di capitali che abbiano depositato almeno un bilancio e che presentino un fatturato pari ad almeno 1.500.000 euro. Sono possibili eccezioni laddove i clienti presentino un buon merito creditizio. L'unico costo fisso è rappresentato dalla fee d'iscrizione di 400 euro, pagabile dopo aver effettuato la prima cessione) e Crowdcity (attiva dal novembre 2016 e nella cui piattaforma le imprese possono proporre cessioni *pro soluto* di crediti derivanti da fatture ad investitori istituzionali. Tramite *partner* iscritti all'albo dei mediatori creditizi, CrowdCity propone una valutazione 'consigliata' della fattura, ma i prezzi di cessione potranno essere negoziati direttamente tra imprese ed investitori).

Nel *royalty based* si finanzia una determinata iniziativa ricevendo in cambio una ricompensa di natura monetaria consistente in una condivisione dei profitti o dei ricavi associati all'investimento, ma senza alcun titolo di proprietà sul progetto né di rimborso del capitale³⁶.

Da ultimo, nell'*equity based crowdfunding* coloro che intendono sostenere un progetto imprenditoriale descritto sulla piattaforma *web* effettuano un versamento di denaro che viene utilizzato per la sottoscrizione o acquisto di una partecipazione al capitale della società promotrice.

L'*equity crowdfunding* rappresenta un'innovativa forma di finanziamento per le imprese, che si differenzia dai canali tradizionali di approvvigionamento di capitale di rischio per la prevalente partecipazione di investitori non professionali, nonché per il mezzo scelto, ossia il ricorso a piattaforme *on-line*³⁷ attraverso cui, materialmente, si verifica l'incontro tra domanda ed offerta.

In seguito alla sua introduzione nel nostro ordinamento ad opera del c.d. Decreto Crescita *bis*³⁸, il Legislatore è intervenuto più volte per ampliare la platea dei soggetti che

³⁶ Cfr. G. D. Mosco, *L'impresa non speculativa*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 2, 2017, p. 216 ss.

³⁷ Recita testualmente l'articolo 1, comma 5 *novies* del TUF: *Per "portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali" si intende una piattaforma on line che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129, delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese".*

³⁸ Il riferimento è al D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, recante "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese", convertito in Legge 17 dicembre 2012, n. 221. I primi tre commi dell'art. 30 del provvedimento *de quo* hanno, di fatto, introdotto alcune nuove disposizioni nel TUF, relative all'*equity crowdfunding*; segnatamente: il comma 5 *novies* dell'art. 1, che definisce che cos'è un portale di *equity crowdfunding* (ovverosia *una piattaforma online che abbia come finalità online che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129, delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese*); l'art. 50 *quinquies* (rubricato "Gestione di portali per la raccolta di capitali per Gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese itali per le piccole e medie imprese le piccole e medie imprese e per le imprese sociali"), che definisce e regola l'attività dei gestori di portali; l'art. 100 *ter* (rubricato "Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali") che regola le offerte al pubblico di strumenti finanziari condotte tramite i portali.

possono fruire di tale meccanismo di finanziamento, stimolare i potenziali investitori e semplificare gli aspetti operativi connessi alle operazioni di *equity crowdfunding*³⁹.

Tra gli interventi normativi più rilevanti, si evidenzia l'estensione del perimetro di applicazione soggettivo dell'istituto dell'*equity based crowdfunding*, attuata con la Legge di Bilancio 2017⁴⁰ con cui i preesistenti riferimenti alle *start-up* ed alle PMI innovative sono stati sostituiti con quello alle piccole e medie imprese, così come definite dalla disciplina comunitaria.

Tale modello, prima del c.d. Decreto Crescita *bis*, non può dirsi del tutto sconosciuto al nostro ordinamento.

Un retaggio dell'istituto in esame può, invero, rinvenirsi nel disposto di cui all'art. 2333 c.c.⁴¹ a norma del quale una S.p.A. può costituirsi mediante un procedimento complesso di pubblica sottoscrizione attraverso il quale i promotori provvedono a redigere un programma dal quale devono risultare gli elementi che caratterizzano la società; lo sottoscrivono e lo depositano presso un notaio e, da ultimo, s'individuano i soggetti che acquistano le azioni sociali.

La crescita dello strumento in questione è testimoniata dai dati relativi al numero di operazioni ed agli importi raccolti attraverso i portali iscritti nel registro tenuto dalla Consob⁴² che, nell'ultimo anno, ha fatto registrare un incremento pari al 150%, con una

³⁹ Cfr. U. Piattelli, *Il crowdfunding in Italia: una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Torino, 2013, p. 78 ss.

⁴⁰ Cfr. art. 1, comma 70, della Legge 11 dicembre 2016 n. 232.

⁴¹ Rubricato "Programma e sottoscrizione delle azioni: - [1] La società può essere costituita anche per mezzo di pubblica sottoscrizione sulla base di un programma che ne indichi l'oggetto e il capitale, le principali disposizioni dell'atto costitutivo e dello statuto, l'eventuale partecipazione che i promotori si riservano agli utili e il termine entro il quale deve essere stipulato l'atto costitutivo.

[2] Il programma con le firme autenticate dei promotori, prima di essere reso pubblico, deve essere depositato presso un notaio.

[3] Le sottoscrizioni delle azioni devono risultare da atto pubblico o da scrittura privata autenticata. L'atto deve indicare il cognome e il nome o la denominazione, il domicilio o la sede del sottoscrittore, il numero delle azioni sottoscritte e la data della sottoscrizione".

⁴² Consultabili sul sito internet <http://www.consob.it/web/area-pubblica/registro-crowdfunding-sezione-ordinaria>

5 Il cui numero è attualmente pari a 22, di cui 20 iscritti alla sezione ordinaria e 2 alla sezione speciale Consob.

raccolta che nel solo 2017 ha superato gli 11.000.000 di euro, portando a 76 le imprese che hanno raccolto capitali attraverso l'*equity crowdfunding*.

Avuto riguardo all'ambito soggettivo, si attenziona come i potenziali offerenti possano essere:

--- le piccole e medie imprese come definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del Regolamento UE n. 2017/1129;

--- le imprese sociali;

--- gli organismi d'investimento collettivo del risparmio ovvero altre società che investano prevalentemente in piccole e medie imprese.

Con riferimento, invece, agli strumenti finanziari potenzialmente oggetto di offerta si precisa come possono offrirsi, esclusivamente, capitali di rischio e quote di OICR che investano prevalentemente in piccole e medie imprese.

Un'operazione di *equity crowdfunding* si articola in tre fasi successive e consecutive, ovvero una prima fase di preparazione alla pubblicazione dell'offerta; una seconda fase di raccolta ed una terza ed ultima fase di *closing*.

Durante la fase di preparazione alla pubblicazione dell'offerta sul portale⁴³, l'offerente instaura con il Gestore di esso un rapporto di comunicazione volto ad approfondire le caratteristiche ed i requisiti dell'operazione ed a valutare le effettive opportunità legate ad essa e/o la mancanza delle condizioni necessarie alla sua corretta riuscita, nonché l'esistenza dei requisiti di legge⁴⁴.

La società la quale voglia proporre un'operazione di *equity crowdfunding* dovrà deliberare un aumento di capitale a pagamento, mediante emissione di nuove partecipazioni da offrire in sottoscrizione a terzi attraverso il *web*⁴⁵.

⁴³ Per pubblicazione dell'offerta o lancio di un'offerta s'intende il momento in cui il *box* contenente le informazioni sull'offerta è reso accessibile agli utenti del portale e si consentono le adesioni alla stessa.

⁴⁴ Cfr. F. Accettella – N. Ciocca, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 2, 1° aprile 2017, p. 237 ss.

⁴⁵ Cfr. E. Bronzo, *Ecco come le Pmi potranno finanziarsi con il crowdfunding*, in *Il Sole 24Ore*, 5 gennaio 2018 consultabile sul sito internet <http://mobile.ilsole24ore.com/solemobile/main/art/norme-e>

All'applicazione delle regole previste dal diritto societario e tributario per operazioni di tal guisa si rileva come attualmente, nessun portale tra quelli operanti nel nostro Paese offra alle piccole e medie imprese la possibilità di pubblicare autonomamente *on-line* una propria offerta (modello *free-access*) dovendo i potenziali offerenti essere sottoposti ad un'istruttoria preliminare (modello *limited-access*).

Dunque, una società la quale volesse utilizzare lo strumento dell'*equity crowdfunding* dovrà, preliminarmente, contattare il gestore di un portale e sottoporre la propria candidatura per il lancio di un'offerta⁴⁶.

Ai sensi dell'articolo 24 del Regolamento Consob n. 18592/2013⁴⁷, affinché una piccola e media impresa possa essere ammessa all'offerta sul portale *on line*, il Gestore del medesimo dovrà verificare che lo statuto o l'atto costitutivo della PMI emittente contempli un meccanismo di *exit* (attraverso una clausola di recesso convenzionale ovvero una clausola di co-vendita delle proprie partecipazioni) a favore del socio di minoranza – diverso dagli investitori istituzionali – nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta sul portale, trasferiscano direttamente o indirettamente il loro pacchetto a terzi, in favore di investitori diversi da quelli professionali che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari offerti tramite il portale.

Ai fini della seconda fase, deve tenersi conto che la raccolta ben potrà completarsi con successo solo allorquando una quota non inferiore al 5% dell'aumento di capitale effettivamente realizzato venga sottoscritta da investitori professionali, ovvero da fondazioni bancarie, ovvero ancora da incubatori di *start-up* innovative certificati o da investitori a supporto delle piccole e medie imprese aventi un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a cinquecento mila euro, in

tributi/2018-01-04/ecco-come-pmi-potranno-finanziarsi-il-crowdfunding194510?fn=swipefeed&id=N_PRPAMAIN/AEmqS3bD&p=13

⁴⁶ Questa apparente limitazione consente, però, al candidato di misurarsi anticipatamente con eventuali criticità e, possibilmente, evitare un inutile dispendio di tempo e risorse.

⁴⁷ Cfr. E. Fregonara, *Il restyling del Regolamento Consob in tema di equity crowdfunding*, in *Il nuovo diritto delle società*, n. 6/2016, p. 33 ss.

possesso dei requisiti di onorabilità previsti dall'articolo 8, comma 1 e di almeno uno dei seguenti requisiti:

- aver effettuato, nell'ultimo biennio, almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in piccole e medie imprese,
- aver ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in piccole e medie imprese diverse dalla società offerente.

Tuttavia, in base al disposto del nuovo comma 2-ter dell'art. 24 del Regolamento Consob n. 18592/2013, è stato stabilito che la soglia in questione potrà essere ridotta al 3% laddove le piccole e medie imprese che effettuano l'offerta siano in possesso della certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta, redatti da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili.

La preparazione di un'offerta si completa con:

- la predisposizione del Documento Informativo destinato agli investitori recante i contenuti di cui all'Allegato 3 del Regolamento Consob (tra cui i rischi specifici dell'emissione);
- l'apertura di un conto corrente vincolato presso l'istituto finanziario convenzionato con il Gestore per il servizio di perfezionamento ordini e la consegna del materiale informativo, solitamente costituito da un video di presentazione della società, del progetto e dei suoi promotori; i C.V. dettagliati del *management team*, i bilanci approvati con il relativo giudizio del soggetto incaricato della revisione (se presente) e una situazione contabile aggiornata; la versione definitiva del Business Plan atta a consentire ai potenziali investitori una attendibile valutazione in merito alla bontà e al rischio dell'investimento; eventuali pareri rilasciati da esperti in merito: all'asseverazione dei dati storici e/o prospettici riportati nel Business Plan, all'attestazione dell'eseguita valutazione della società, alle privative industriali rivendicate, alla verifica del corretto adempimento delle obbligazioni verso terzi e istituti di credito ed alla verifica del corretto adempimento delle obbligazioni fiscali e di quelle contributive; altro materiale grafico eventualmente richiesto;

altra documentazione ritenuta utile (patti parasociali, accordi d'investimento, decreti di attribuzione di contributi pubblici; accreditamenti e premi ottenuti; rapporti con incubatori).

All'esito dei predetti adempimenti, qualora non siano intervenuti nuovi elementi rilevanti, il Gestore provvederà a pubblicare l'offerta sul proprio portale per l'intero periodo di raccolta stabilito nella delibera di aumento del capitale sociale.

Durante tale fase, l'offerente sarà tenuto ad aggiornare la documentazione pubblicata in caso di errori materiali ovvero qualora intervengano fatti o circostanze che ne rendano necessaria una rimodulazione.

Si attenziona come il Gestore del portale, in virtù della normativa cui è sottoposto, possa unicamente svolgere un'attività esecutiva (quale la raccolta degli ordini di adesione alle offerte) ed informativa (relativa alla gestione del portale), senza poter effettuare alcun tipo di comunicazione specifica su una singola offerta ovvero attività di consulenza in materia di investimenti.

Durante la fase di raccolta l'offerente effettuerà, nei modi che riterrà opportuni, un'attività di comunicazione dell'offerta e della propria iniziativa imprenditoriale attraverso adeguati canali mediatici ed il Gestore sarà tenuto ad aggiornare i contatori dell'offerta che misurano lo stato delle adesioni attraverso funzionalità di *online updating* del *box* dedicato sul portale.

Addivenendo al raggiungimento del *target* della raccolta entro i termini previsti dalla delibera di aumento di capitale, l'offerta verrà chiusa ed il Gestore ordinerà all'Istituto Finanziario lo svincolo delle somme e comunicherà all'offerente le anagrafiche dei nuovi soci con le rispettive quote di partecipazione affinché provveda a depositare, presso il competente Registro delle Imprese, l'elenco dei soci aggiornato unitamente all'attestazione di cui all'articolo 2481-*bis*, ultimo comma, c.c.

Gli investitori i quali abbiano sottoscritto l'aumento di capitale *on-line* si troveranno, così, ad essere a tutti gli effetti soci della PMI che ha promosso l'offerta.

Nel caso in cui, invece, il *target* della raccolta non venga raggiunto, si procederà al rimborso delle somme investite senza alcun costo a carico degli investitori.

VI. CONCLUSIONI

Alla luce di quanto sin qui esposto, l'*equity based crowdfunding* quale strumento dello sviluppo comunicativo e tecnologico riveniente da meccanismi d'interconnessione *web*, rispondendo ai tradizionali canoni dettati dall'autonomia privata e dalla libertà partecipativa che caratterizzano il nostro sistema economico-finanziario, ha registrato una graduale valorizzazione ed un'operatività preordinata a catalizzare lo spirito di condivisione e cooperazione della collettività verso la realizzazione di opere di peculiare valore strategico superando, così, i limiti di taluni retaggi culturali che inducevano gli individui ad adottare comportamenti dettati da logiche strettamente individualistiche, incentrate sulla sola realizzazione di ritorni economici e personali⁴⁸.

Ben può, dunque, concludersi nel senso che a seguito dell'ultimo intervento normativo che ha ridisegnato ed esteso il perimetro di applicazione della normativa in materia di *equity crowdfunding* si è influenzata non solo la platea degli offerenti, estendendola a tutte le piccole e medie imprese, bensì sortendo notevoli effetti anche dal lato della domanda stante:

- la possibilità per gli investitori di partecipare al capitale di rischio di progetti imprenditoriali che, anche per questioni geografiche, risulterebbero “distanti” eliminando, in tal modo, le sussistenti barriere territoriali;
- la facoltà di assumere decisioni d'investimento in totale autonomia ed indipendenza, supportate dal rispetto delle norme di trasparenza informativa e di condotta previste dalla normativa per coloro che raccolgono capitali di rischio;
- l'opportunità d'investire somme esimie, talvolta anche inferiori a 500,00 euro, e vedersele restituite per il sol fatto che l'obiettivo minimo di raccolta non venga raggiunto.

⁴⁸ Cfr. Consob, *Relazione sull'Analisi d'impatto della regolamentazione (Air)*, consultabile sul sito internet http://www.governo.it/sites/governo.it/files/air_telematico.pdf