

EQUITY CROWDFUNDING:

COSA DEVI ASSOLUTAMENTE SAPERE PRIMA DI INVESTIRE IN UNA "START-UP INNOVATIVA" TRAMITE PORTALI ON-LINE

Cos'è il *crowdfunding*?

Com'è disciplinato il fenomeno in Italia? Il "Decreto crescita *bis*" e il Regolamento CONSOB

Cosa sono le *start-up* innovative?

Dove posso trovare le informazioni sulle offerte di capitali *on-line*? Cosa sono i portali di *equity crowdfunding*?

Chi può gestire un portale per la raccolta *on-line* di capitale di rischio emesso da *start-up* innovative? I gestori iscritti al registro e quelli annotati nella sezione speciale ...

Cosa accade quando si investe tramite un portale gestito da un soggetto iscritto al registro della Consob? Ci sono differenze nei rapporti con gli investitori?

È sufficiente aderire all'offerta sul portale iscritto per completare l'investimento? Il ruolo delle banche e delle SIM in questa fase

Cosa accade quando il portale è gestito da una banca o da una SIM (annotata nella sezione speciale del registro tenuto dalla Consob)?

Quali sono le regole che si applicano alle offerte di capitali *on-line*?

Ho aderito a un'offerta di capitale di *start-up* innovativa tramite un portale: e adesso? Posso cambiare idea?

Quali sono i principali rischi dell'investimento in *start-up* innovative?

Il rischio di perdita del capitale

Mancanza (iniziale) di dividendi

Il rischio di illiquidità

E quali sono i rischi connessi con gli investimenti effettuati tramite portali *on-line*?

... e dopo?

Cos'è il crowdfunding?

Il termine **crowdfunding** indica il processo con cui più persone ("folla" o **crowd**) conferiscono somme di denaro (**funding**), anche di modesta entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti *internet* ("piattaforme" o "portali") e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa.

Si parla di "**equity-based crowdfunding**" quando tramite l'investimento *on-line* si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società: in tal caso, la "ricompensa" per il finanziamento è rappresentata dal complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa.

È possibile distinguere altri modelli di *crowdfunding* a seconda del tipo di rapporto che si instaura tra il soggetto che finanzia e quello che ha richiesto il finanziamento

1/I modelli di crowdfunding

Vi sono anzitutto piattaforme in cui è possibile fare donazioni per sostenere una determinata causa o iniziativa senza ricevere nulla in cambio (è il c.d. modello "**donation based**"): ad esempio, si sostiene la campagna elettorale di un candidato con lo scopo di favorirne l'elezione.

È poi possibile partecipare al finanziamento di un progetto ricevendo in cambio un premio o una specifica ricompensa non in denaro (è il c.d. modello "**reward based**"): ad esempio, si finanzia uno spettacolo teatrale e in cambio si ottiene il biglietto per assistere alla sua rappresentazione. Questo è il modello di *crowdfunding* ad oggi più diffuso.

Con il *crowdfunding* inoltre è possibile realizzare prestiti tra privati, ricompensati con il pagamento di interessi ed effettuati per il tramite di piattaforme *on-line* (c.d. modello di "**social lending**" o "**peer to peer lending**").

Quelli ora descritti peraltro sono modelli esemplificativi e non esauriscono l'insieme delle forme di *crowdfunding* esistenti a livello globale (si sta ad esempio diffondendo il nuovo modello "**royalty based**" nel quale si finanzia una determinata iniziativa ricevendo in cambio una parte dei profitti).

Com'è disciplinato il fenomeno in Italia? Il "Decreto crescita bis" e il Regolamento CONSOB.

Nella **maggior parte dei Paesi** in cui operano portali di *crowdfunding* il fenomeno non è soggetto a regolamentazione ed è fatto pertanto rientrare nell'ambito di applicazione di **discipline già esistenti** (appello al pubblico risparmio, servizi di pagamento, etc.).

L'Italia è invece il primo Paese in Europa ad essersi dotato di una **normativa specifica e organica** relativa al solo *equity crowdfunding*.

È noto come il tessuto produttivo italiano sia fondato sulle **piccole imprese**. Sono anche note le difficoltà che incontrano queste imprese, soprattutto dopo la crisi del 2008, a ottenere finanziamenti dalle banche. Difficoltà ancora maggiori riscontrano le imprese neo costituite, meglio conosciute come **start-up**.

Proprio a un particolare tipo di *start-up* (quelle innovative) sono dedicate alcune norme introdotte dal decreto legge n. 179/2012 (convertito nella legge 17 dicembre 2012, n. 221) recante "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese" (noto anche come "Decreto crescita *bis*"). Lo stesso titolo del "Decreto crescita *bis*" aiuta a capire è stato adottato con lo scopo di fornire uno stimolo alla **crescita economica del nostro Paese**. Nel complessivo disegno del legislatore, l'*equity crowdfunding* è visto come uno strumento che può favorire lo sviluppo delle **start-up innovative** attraverso **regole e modalità di finanziamento** in grado di sfruttare le potenzialità di *internet*.

Il Decreto ha delegato alla **Consob** il compito di disciplinare alcuni specifici aspetti del fenomeno con l'obiettivo di creare un "**ambiente**" **affidabile** in grado, cioè, di creare **fiducia negli investitori**. La Consob ha adottato il nuovo regolamento il 26 giugno 2013.

Cosa sono le start-up innovative?

Le **start-up innovative** sono piccole società di capitali (spa, srl o cooperative) italiane, da poco operative, impegnate in settori innovativi e tecnologici o a vocazione sociale.

Il "Decreto crescita *bis*" stabilisce i **requisiti** che tali società devono possedere e dispone diverse **semplificazioni normative** per favorirne la diffusione e lo sviluppo.

Per crescere bene è necessario un ambiente favorevole: per questo il legislatore, nel disegnare il sistema ha previsto una particolare categoria di soggetti, **gli "incubatori"**: società di capitali italiane che offrono servizi per sostenere la **nascita** e lo **sviluppo** delle start up innovative.

Le *start-up* innovative possono offrire i propri strumenti finanziari (anche) attraverso portali *on-line* se sono iscritte in una **sezione speciale del registro delle imprese** tenuto dalle Camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura dove è possibile acquisire le principali informazioni sulle società. Anche il sito *internet* delle singole *start-up* è un'importante fonte di informazioni: esso riporta (e aggiorna ogni sei mesi) le informazioni sull'attività svolta, sui soci fondatori, sul personale e sugli altri elementi indicati dal Decreto nonché sul bilancio.

2/Requisiti della *start-up* innovativa

Ai sensi del "Decreto crescita *bis*":

- ✓ **non è quotata** su mercati regolamentati (o su altri sistemi di negoziazione);
- ✓ è costituita e svolge attività di impresa da non più di **48 mesi**;
- ✓ ha la sede principale in **Italia**;
- ✓ è di **piccole dimensioni** (totale del valore della produzione annua non superiore a 5 milioni di euro);
- ✓ non distribuisce **utili**;
- ✓ è impegnata in via esclusiva, o comunque prevalente, nello sviluppo, produzione e commercializzazione di prodotti o servizi **innovativi** ad alto valore tecnologico, ovvero opera in via esclusiva nei settori di riferimento della disciplina dell'impresa sociale (link art. 2, comma 1 d.lgs. 24 marzo 2006, n. 155).

Le *start-up* innovative devono inoltre possedere **almeno uno** dei seguenti requisiti:

- ✓ investire in **ricerca e sviluppo** (almeno il 15% del maggior valore tra costo e valore della produzione);
- ✓ avere fra i **dipendenti** più di un terzo di dottori di ricerca o laureati comunque impegnati nella ricerca (ovvero più dei due terzi in possesso di laurea magistrale);
- ✓ essere titolari di **diritti di sfruttamento** (almeno uno) di invenzioni industriali, elettroniche, biotecnologiche o di nuove varietà vegetali ovvero di diritti relativi a un programma per elaboratore originario.

3/Deroghe in favore delle *start-up* innovative

Il "Decreto crescita *bis*" stabilisce in favore delle *start-up* innovative una serie di deroghe all'applicazione di norme di legge in materia di:

- ✓ **obblighi di riduzione del capitale in presenza di perdite** (alle *start-up* innovative è consentito ridurre il capitale entro due esercizi anziché entro l'esercizio successivo);
- ✓ **diritti dei possessori di quote di s.r.l.** (a differenza della disciplina ordinaria è consentita la creazione di "categorie di quote" aventi diritti diversi rispetto alle quote ordinarie e anche di quote prive del diritto di voto);
- ✓ **crisi d'impresa** (le *start-up* innovative in crisi non sono assoggettate al fallimento né alle altre procedure concorsuali potendo invece accedere alle più semplici procedure di riorganizzazione del debito e di liquidazione del patrimonio previste dalla legge n. 3 del 2012);
- ✓ **offerta al pubblico di quote di s.r.l.** (le quote di partecipazione al capitale di *start-up* innovative che hanno la forma di s.r.l. possono essere offerte al pubblico, a differenza delle comuni s.r.l. cui ciò è vietato).

Secondo i dati pubblicati nella sezione speciale del registro delle imprese delle Camere di Commercio la quasi totalità delle *start-up* innovative sono costituite in forma di s.r.l. (link)

4/Gli incubatori di *start-up*

Affinché possano effettivamente supportare le *start-up* gli incubatori devono possedere i seguenti requisiti:

- ✓ disporre di **strutture**, anche immobiliari, idonee;
- ✓ disporre di **attrezzature** adeguate, quali accesso a *internet* ultraveloce,

- macchinari per test e prove;
- ✓ avere **amministratori** e **dirigenti** di riconosciuta competenza in materia di impresa e innovazione;
- ✓ avere regolari rapporti di **collaborazione** con università, centri di ricerca, istituzioni pubbliche e istituti finanziari;
- ✓ avere una comprovata **esperienza** nell'attività di sostegno alle *start-up* innovative, valutata attraverso la concreta attività prestata.

Qualora posseggano i requisiti richiesti anche gli incubatori, come le *start-up* innovative, sono iscritti in una sezione speciale del registro delle imprese tenuto dalle Camere di commercio dove è possibile assumere informazioni sulle loro attività e caratteristiche.

5/La trasparenza delle *start-up* innovative.

La legge impone alle *start-up* di fornire ed, eventualmente, aggiornare con cadenza almeno semestrale sul proprio sito le seguenti informazioni:

- a) data e luogo di costituzione, nome e indirizzo del notaio;
- b) sede sociale ed eventuali sedi periferiche;
- c) oggetto sociale;
- d) breve descrizione dell'attività svolta, comprese le attività e le spese in ricerca e sviluppo;
- e) elenco dei soci, con evidenza delle fiduciarie, holding, con autocertificazione di veridicità;
- f) elenco delle società partecipate;
- g) indicazione di titoli di studio e delle esperienze professionali dei soci e del personale che lavora nella *start-up* (ad eccezione dei dati sensibili);
- h) indicazione dell'esistenza di relazioni professionali, di collaborazione o commerciali con incubatori certificati, investitori istituzionali e professionali, università e centri di ricerca;
- i) ultimo bilancio depositato (nel formato "standard XBRL");
- j) elenco dei diritti di privativa su proprietà industriale e intellettuale.

Dove posso trovare le informazioni sulle offerte di capitali *on-line*? Cosa sono i portali di equity *crowdfunding*?

Per assumere le informazioni necessarie a decidere se investire (tramite *internet*) in strumenti finanziari emessi da *start-up* innovative gli investitori consultano i **portali *on-line*** che si occupano di equity *crowdfunding*. Si tratta di piattaforme vigilate dalla Consob che facilitano la raccolta del capitale di rischio delle *start-up* innovative.

I portali forniscono agli investitori le informazioni sulle *start-up* e sulle singole offerte attraverso apposite **schede** (redatte secondo il modello standard allegato al Regolamento) che possono essere presentate anche con strumenti multimediali tramite **immagini, video** o "**pitch**" (le presentazioni, normalmente in PPT, con cui si descrivono l'azienda, la sua idea di business, le persone che la compongono e i piani che intendono perseguire con l'investimento cercato).

Chi può gestire un portale per la raccolta *on-line* di capitale di rischio emesso da *start-up* innovative? I gestori iscritti al registro e quelli annotati nella sezione speciale

Proprio per il ruolo cruciale che svolgono il legislatore ha ritenuto necessario garantire l'“**affidabilità**” e la “**qualità**” del servizio svolto dai portali.

Per questi motivi la gestione di portali è riservata a due categorie di soggetti:

- ✓ i soggetti autorizzati dalla Consob e iscritti in un apposito registro tenuto dalla medesima Autorità;
- ✓ le banche e alle imprese di investimento (SIM) già autorizzate alla prestazione di servizi di investimento (i c.d. “gestori di diritto”, annotati nella sezione speciale del registro tenuto dalla Consob).

L'elenco dei gestori di portali è consultabile sul sito della Consob.

6/Il registro dei gestori di portali

Il Regolamento Consob distingue il registro dei portali in **due sezioni**, una **ordinaria** e una **speciale**.

Nella **sezione ordinaria** sono **iscritti** i gestori di portali che sono autorizzati dalla Consob in seguito alla positiva verifica della sussistenza dei requisiti richiesti, tra i quali:

- ✓ la forma giuridica di **società di capitali**;
- ✓ il possesso, da parte dei soci di controllo, dei previsti requisiti di **onorabilità**;
- ✓ il possesso, da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, dei previsti requisiti di **onorabilità** (gli stessi dei soci di controllo) e di **professionalità**;
- ✓ la presentazione di una **relazione** sull'attività di impresa e sulla struttura organizzativa (da predisporre secondo le indicazioni allegare al Regolamento Consob).

La perdita dei requisiti è una delle cause che comporta la cancellazione del gestore dal registro.

Nella **sezione speciale** sono invece **annotati** i “**gestori di diritto**”, ovvero le banche e le imprese di investimento autorizzate alla prestazione dei relativi servizi di investimento che hanno comunicato alla Consob lo svolgimento della gestione di portali di equity *crowdfunding*.

Il registro è **consultabile** attraverso il sito *internet* della Consob e attraverso i siti dei portali; al suo interno potranno essere rinvenute importanti informazioni sui gestori di portali tra cui: il collegamento alla *home page* del sito *internet* del portale e gli estremi degli eventuali **provvedimenti** sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob nei confronti dei gestori.

La Consob esercita la **vigilanza** sui gestori iscritti al registro potendo richiedere dati notizie e documenti ed effettuando ispezioni. Nel caso accerti la violazione di regole, può sospendere il gestore dall'attività e, nei casi più gravi, radiarlo dal registro, oltre ad irrogare sanzioni pecuniarie.

Cosa accade quando si investe tramite un portale gestito da un soggetto iscritto al registro della Consob? Ci sono differenze nei rapporti con gli investitori?

Ai **gestori dei portali iscritti nel registro della Consob** si applica una disciplina più **"leggera"** rispetto a quella dettata per gli intermediari tradizionali presso cui abitualmente i risparmiatori effettuano i propri investimenti.

Come contropartita i gestori iscritti **non** possono detenere **somme di denaro** di pertinenza degli investitori né **eseguire direttamente gli ordini** per la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti sui propri portali, dovendo a tal fine trasmetterli esclusivamente a banche o SIM. I gestori non possono poi svolgere in alcun modo consulenza finanziaria nei confronti degli investitori.

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 e della presente sezione di *investor education*.

7/Quali sono le informazioni che deve fornire il portale?

Il portale gestito da un soggetto iscritto nel registro tenuto dalla Consob deve mettere a disposizione dell'investitore le informazioni necessarie a assumere consapevoli decisioni di investimento (tenendo conto quindi delle caratteristiche e dei rischi che corre). I portali possono utilizzare anche tecniche multimediali di comunicazione per fornire le informazioni dovute (ad esempio, video e presentazioni).

In sintesi, il Regolamento Consob prevede che l'investitore sia messo in grado di acquisire una adeguata conoscenza in merito ai tre principali aspetti dell'*equity crowdfunding*.

- ✓ **Il portale:** l'investitore deve sapere:
 - chi gestisce il portale (chi controlla tale soggetto e chi svolge funzioni di amministrazione direzione e controllo);
 - le attività svolte da portale (ad esempio, in che modo sono selezionate le offerte);
 - come sono gestiti gli ordini per la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti;
 - i costi a carico degli investitori;
 - le misure che il portale ha predisposto per gestire i rischi di frode, i conflitti di interesse, i reclami e il corretto trattamento dei dati personali;
 - i dati aggregati sulle offerte svolte dal portale e i risultati raggiunti;
 - la normativa di riferimento, i *link* al registro tenuto dalla Consob, alla sezione di *investor education* predisposta dalla Consob e alla sezione speciale del registro delle imprese dedicata alle *start-up* innovative e agli incubatori;
 - i provvedimenti sanzionatori o cautelari che la Consob ha adottato nei riguardi del gestore del portale;
 - le iniziative assunte nei confronti delle *start-up* innovative nei casi di inosservanza delle regole di funzionamento del portale.

- ✓ **L'investimento in capitale di rischio emesso da una *start-up* innovativa:** l'investitore deve essere informato su:

- il rischio di perdere l'intero capitale investito;
- il rischio di non poter "liquidare" in tempi brevi l'investimento (è il rischio di illiquidità);
- il fatto che non percepirà i dividendi sugli utili finché la società sarà una *start-up* innovativa (perché la legge ha posto un divieto);
- i benefici fiscali introdotti di Decreto crescita *bis* (durata e decadenza);
- le deroghe al diritto societario e al diritto fallimentare;
- i contenuti tipici di un business plan;
- il diritto di recesso che il Regolamento Consob attribuisce agli investitori *retail* esercitabile (senza alcuna spesa né motivazione) entro sette giorni dalla data dell'adesione *on-line* all'offerta.

- ✓ **Le singole offerte**, relativamente alle quali il portale deve pubblicare:
- una "scheda" con tutte le informazioni che la Consob ha elencato nell'Allegato 3 del Regolamento e i relativi aggiornamenti
 - le banche e le imprese di investimento cui saranno trasmessi gli ordini per la loro esecuzione;
 - il conto corrente (vincolato) della *start-up* innovativa presso cui saranno depositate le somme raccolte;
 - le informazioni e le modalità per esercitare il diritto di revoca dell'adesione all'offerta che il regolamento Consob attribuisce agli investitori *retail* definiti come quelli "diversi dagli investitori professionali" (sono investitori professionali le banche, le SIM, le compagnie di assicurazione, etc.) nei casi in cui sopraggiungano dei fatti in grado di influire sulla decisione di investimento (fatti nuovi sull'offerta oppure modifiche delle informazioni fornite a seguito di un errore),
 - le informazioni sullo stato delle adesioni alle offerte (dando anche informazioni circa le modalità di pubblicazione e di aggiornamento).

Una particolare tutela è rivolta nei confronti degli investitori *retail* (cioè quelli diversi da banche, SIM, compagnie di assicurazione, etc.) i quali devono completare un vero e proprio "**percorso di investimento consapevole**": per accedere alla sezione del portale in cui è possibile aderire alle offerte devono infatti aver compilato un apposito questionario *on-line* da cui risulti che hanno preso visione delle informazioni messe a disposizione e che hanno compreso le caratteristiche e i rischi dell'investimento in *start-up* innovative.

Se l'investitore *retail* non supera il percorso il gestore **non può consentire che questi aderisca** alle offerte presenti sul portale.

8/Il "percorso consapevole" che gli investitori *retail* devono completare per poter aderire alle offerte *on-line*

Il regolamento Consob prevede che prima di poter aderire alle offerte presentate sul portale gli investitori non professionali ("*retail*") devono, mediante le modalità presenti sul portale:

- ✓ dare prova di aver preso visione delle informazioni di **investor education** presenti sul sito *internet* della Consob;
- ✓ aver risposto positivamente a un **questionario** sulle caratteristiche essenziali e i rischi principali connessi all'investimento in *start-up* innovative;
- ✓ dichiarare di essere in grado di sostenere economicamente **l'intera perdita**

dell'investimento che intendono effettuare.

È sufficiente aderire all'offerta sul portale iscritto per completare l'investimento? Il ruolo delle banche e delle SIM in questa fase

Una volta che l'investitore decide di investire in una *start-up*, il gestore del portale deve trasmettere l'ordine di adesione ad una **banca o una impresa di investimento** che provvederanno a perfezionare la sottoscrizione degli strumenti finanziari (e a raccogliere le somme corrispondenti in un conto indisponibile a favore dell'emittente).

In virtù della normativa vigente (nota anche come "disciplina MiFID" stante la derivazione dalla norma europea) le banche e le SIM dovranno svolgere l'attività nel **rispetto della disciplina sui servizi di investimento** che prevede una serie di obblighi informativi e di comportamento nei confronti degli investitori (tra cui la c.d. "profilatura della clientela").

Per favorire lo sviluppo del *crowdfunding* e, quindi, agevolare l'accesso ai finanziamenti da parte delle *start-up* innovative, il Regolamento prevede una **esenzione dall'applicazione della disciplina sui servizi di investimento** per gli investimenti che siano complessivamente al di sotto di una determinata soglia pari a:

- ✓ 500 euro per singolo ordine e 1.000 euro per ordini complessivi annuali, per gli investimenti delle **persone fisiche**,
- ✓ 5.000 euro per singolo ordine e 10.000 euro per ordini complessivi annuali, per gli investimenti delle **persone giuridiche**.

Per poter applicare l'esenzione, è necessario che gli investitori dichiarino di non avere superato le soglie (prendendo in considerazione, per la soglia annuale, anche gli investimenti effettuati presso altri portali nell'anno solare di riferimento).

E cosa accade quando il portale è gestito da una banca o da una SIM (annotata nella sezione speciale del registro tenuto dalla Consob)?

Le banche e le SIM non hanno bisogno di un'autorizzazione della Consob per gestire un portale per la raccolta di capitali di *start-up* innovative (in quanto sono già autorizzate alla prestazione dei servizi di investimento) **ma vengono semplicemente annotate** nella sezione speciale del registro dei portali previa comunicazione alla Consob.

In questi casi ai rapporti tra il portale e gli investitori si applicano le regole comuni in materia di servizi di investimento, come chiarito nella Comunicazione Consob n. 0066128 del primo agosto 2013.

A tali soggetti non si applicano le regole più restrittive previste per i gestori iscritti alla sezione ordinaria del registro (divieto di detenere somme di denaro e obbligo di trasmissione degli ordini a banche e SIM) e possono quindi **gestire integralmente** il processo della raccolta di capitali delle *start-up* innovative. Di contro, **non godono della esenzione** dalla disciplina di derivazione MiFID per gli ordini al di sotto delle soglie stabilite dal Regolamento Consob.

È opportuno che gli investitori prendano conoscenza del diritto di recesso che il portale dispone e delle condizioni per il suo esercizio.

Quali sono le regole che si applicano alle offerte di capitali *on-line*?

Le offerte *on-line* di strumenti finanziari emessi da *start-up* innovative sono offerte "speciali". Ad esse infatti si applicano le regole stabilite dalla legge e dalla Consob: ad esempio è importante sapere che non è pubblicato un prospetto, ma una scheda informativa (non approvata dalla Consob) che deve essere pubblicata sul portale e redatta secondo il modello stabilito dalla stessa Autorità.

9/Le regole speciali delle offerte *on-line* di strumenti finanziari emessi da *start-up* innovative

Il Tuf e il Regolamento adottato dalla Consob stabiliscono che tali offerte:

- ✓ **non possono superare** la somma di 5 milioni di euro;
- ✓ possono essere trattate **solo da portali** gestiti da soggetti iscritti o annotati nel Registro tenuto dalla Consob;
- ✓ possono avere ad oggetto **solo strumenti finanziari rappresentativi del capitale di rischio** (azioni o "quote");
- ✓ vanno a buon fine solo se il 5% del loro ammontare **è sottoscritto da un investitore professionale**;
- ✓ devono riconoscere il diritto di revoca agli investitori per i casi in cui intervengono cambiamenti significativi della situazione della *start-up* o delle condizioni dell'offerta.

Infine, affinché l'offerta sia ammessa sul portale, lo statuto della *start-up* deve prevedere:

- ✓ nel caso in cui – una volta che si è chiusa l'offerta sul portale – i soci di controllo **trasferiscano il controllo** a terzi, la possibilità per gli altri soci di recedere dalla società (**diritto di recesso** a seguito del quale si ha diritto alla liquidazione della propria partecipazione) ovvero il diritto per gli altri soci di vendere anche le proprie partecipazioni al soggetto che acquista il "pacchetto di controllo" alle stesse condizioni applicate ai soci di controllo (c.d. diritto di "co-vendita" o "tag-along"),
- ✓ la comunicazione alla *start up* nonché la pubblicazione (sul sito della stessa) dei **patti parasociali**.

10/Quali sono le informazioni sulle singole offerte che trovo sul portale?

- una “**scheda**” con tutte le informazioni che la Consob ha elencato nell’Allegato 3 del Regolamento ed i relativi aggiornamenti;
- le **banche e le imprese di investimento** cui saranno trasmessi gli ordini per la loro definitiva esecuzione;
- il **conto corrente** (vincolato) della *start-up* innovativa presso cui saranno depositate le somme raccolte;
- le informazioni e le modalità per esercitare il **diritto di revocare** l’adesione all’offerta nei casi in cui, una volta che l’investitore abbia aderito all’offerta, sopraggiungano dei fatti in grado di influire sulla decisione di investimento (fatti nuovi sull’offerta oppure modifiche delle informazioni fornite a seguito di un errore);
- le informazioni sullo **stato delle offerte** (modalità di pubblicazione e aggiornamento).

Dal momento in cui gli investitori aderiscono *on-line* a un’offerta su un portale al momento in cui entreranno effettivamente in possesso degli strumenti finanziari oggetto dell’offerta potrebbe trascorrere del **tempo** e talvolta l’offerta potrebbe anche **non andare a buon fine**.

Alla chiusura dell’offerta il portale dovrà verificare che il **5% degli strumenti finanziari offerti sia stato sottoscritto da investitori professionali** e che siano state rispettate tutte le altre condizioni della singola offerta.

11/Le condizioni dell’offerta

Affinché un’offerta vada a buon fine è necessario che si verifichino tutte le condizioni cui è subordinato il suo perfezionamento. Si tratta dei presupposti stabiliti dalla legge e dal Regolamento Consob e delle ulteriori eventuali condizioni apposte dalla *start-up* e di cui l’investitore prende conoscenza leggendo la “scheda” dell’offerta pubblicata sul portale.

In particolare, l’investitore deve comprendere se sta aderendo ad un’offerta “**tutto o niente**” perché in questo caso, se non è raggiunto il 100% delle adesioni (di cui il 5% da parte di investitori professionali), l’offerta decade (e i soldi versati per la sottoscrizione degli strumenti finanziari nel conto indisponibile sono restituiti agli investitori). Diverso è il caso delle c.d. “**offerte scindibili**” che vanno a buon fine a prescindere dalle somme raccolte (per le quali però esiste un maggior rischio di fattibilità del progetto imprenditoriale nel caso in cui l’offerta raggiunga un numero di sottoscrizioni ridotto).

Ho aderito a un’offerta di capitale di *start-up* innovativa su un portale: e adesso? Posso cambiare idea?

Gli investitori *retail* hanno il **diritto di cambiare idea** a patto che ciò avvenga entro i termini stabiliti. In particolare:

- ✓ entro 7 giorni dall'adesione è sempre possibile recedere senza alcuna spesa tramite una comunicazione al portale, secondo le modalità indicate dallo stesso;
- ✓ entro 7 giorni dalla data in cui nuove informazioni (fatto nuovo o segnalazione di un errore materiale) rispetto a quelle esposte sul portale sono portate a conoscenza degli investitori, è possibile revocare l'adesione all'offerta,

in entrambi i casi i soldi già versati saranno restituiti.

Quali sono i principali rischi dell'investimento in *start-up* innovative?

Adesso, prestiamo bene **attenzione**.

L'investimento in *start-up* innovative presenta **caratteristiche particolari e rischi economici più elevati** rispetto agli investimenti tradizionali.

Riflettiamo in primo luogo sul fatto che una *start-up* innovativa è qualcosa di **nuovo**: non ha una storia, né propria né riferita al settore in cui opera, non ha risultati da presentare, non ha dividendi da promettere (la cui distribuzione non è consentita affinché gli utili eventualmente realizzati siano reinvestiti nell'attività d'impresa).

Una *start-up*, in sostanza, offre **un'idea e un progetto per realizzarla**.

La decisione se investire oppure no, pertanto, non si basa, come tradizionalmente avviene, su elementi economici e razionali ma, inevitabilmente, sul **nostro modo di apprezzare, anche emotivamente, il progetto che ci viene presentato**.

E sull'impatto emotivo che il progetto può avere su di noi ben possono influire, oltre che le parole, le **immagini**, i **video** o i "**pitch**" presenti sul portale.

Tutti gli studi che trattano il tema del *crowdfunding* sottolineano l'importanza del fattore emozionale nella scelta del progetto da finanziare. E questo costituisce forse **uno degli aspetti più delicati** di cui l'investitore (soprattutto quello non professionale) deve prendere coscienza nella sua decisione di impiegarvi i propri risparmi.

La mancanza di elementi economici e razionali cui fare riferimento e, conseguentemente, l'approccio inevitabilmente emozionale con cui si valuta l'investimento, oltre che la intrinseca rischiosità di società neo costituite operanti in settori innovativi, sono alla base dei **principali rischi** dell'investimento in *start-up* innovative. A questi si aggiunge il rischio di **truffa** tipico di tutte le transazioni effettuate *on-line*. Esaminiamoli più nel dettaglio.

Il rischio di perdita del capitale

La disciplina italiana sull'*equity crowdfunding* consente di sottoscrivere solo strumenti di capitale delle *start-up* innovative: si tratta quindi di investimenti tra i più

rischiosi, perché acquistando "titoli di capitale" **si diventa soci** della *start-up* e si partecipa quindi per intero al **rischio economico** che caratterizza tutte le iniziative imprenditoriali.

12/Gli strumenti finanziari oggetto delle offerte on-line

Il "Decreto crescita bis" ha stabilito che sui portali *on-line* è possibile svolgere offerte aventi ad oggetto unicamente "**strumenti di capitale di rischio**" emessi da *start-up* innovative: si tratta delle azioni di s.p.a. e delle quote di s.r.l. Non è dunque possibile che si svolgano offerte aventi ad oggetto **titoli di debito** (ad es. le **obbligazioni**).

Chi acquista titoli di capitale normalmente ha diritto a percepire annualmente il dividendo (cioè, una quota parte) sugli utili che la società ha conseguito nel periodo di riferimento. A parità di altre condizioni, un **titolo di capitale** è **più rischioso** di un **titolo di debito**, in quanto la **remunerazione** spettante a chi lo possiede (dividendi) è legata all'**andamento economico** della società emittente (e cioè alla presenza di utili). La remunerazione del soggetto che acquista un **titolo di debito** corrisponde al pagamento degli interessi e il rischio che sopporta (mancato pagamento degli interessi) sussiste solo in caso di dissesto finanziario della società emittente (prescinde quindi dalla presenza o meno di utili: gli interessi dei titoli di debito devono comunque essere pagati, a meno che la società non sia in dissesto).

Vi sono poi differenze anche con riferimento al **valore del capitale** che è stato investito. In caso di **fallimento** della società emittente, i detentori di titoli di **debito** potranno infatti partecipare, con gli altri creditori, alla suddivisione - che comunque si realizza in tempi solitamente molto lunghi - dei proventi derivanti dal realizzo delle attività della società, mentre è pressoché escluso che i detentori di titoli di capitale possano vedersi restituire una parte di quanto investito.

Per converso, in caso di andamento positivo del progetto imprenditoriale finanziato, l'investitore potrà vedere crescere il valore della propria partecipazione ben oltre quanto inizialmente investito.

Poiché si tratta, come detto, di società neo costituite operanti in settori innovativi, il rischio che il progetto imprenditoriale non vada a buon fine è ancora maggiore rispetto a quello delle società già da tempo operanti in un determinato settore, il che, ovviamente, incide anche sul rischio per gli investitori di **perdere l'intero capitale investito**.

E' opportuno pertanto investire in *start-up* solo le somme per le quali riteniamo di poter sostenere la totale perdita.

Inoltre, con riferimento all'intero nostro portafoglio, è sempre una saggia regola quella di **diversificare gli investimenti**: in considerazione della sua elevata rischiosità l'investimento in *start-up* innovative dovrebbe rappresentare un percentuale (molto) limitata del portafoglio complessivamente investito anche in attività più tradizionali (titoli di Stato, obbligazioni, azioni, quote di fondi comuni, prodotti finanziari assicurativi, depositi etc.).

Mancanza (iniziale) di dividendi

Dobbiamo comprendere che non è facile che una società da poco costituita riesca, nei primi anni di vita, a produrre utili. Il "Decreto crescita *bis*" ha addirittura posto il **divieto di distribuzione di utili** (per tutto il periodo in cui la società emittente possiede i requisiti di *start-up* innovativa, e cioè per un massimo di 4 anni dalla iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese). Gli eventuali utili saranno quindi necessariamente reinvestiti nella società accrescendo il valore della partecipazione nel caso in cui la *start-up* consegua risultati positivi nel tempo. Chi investe in *start-up* potrà però beneficiare di un **trattamento fiscale di favore** (art. 29 del "Decreto crescita *bis*" e regolamenti ministeriali di attuazione).

Il rischio di illiquidità

La liquidità di uno strumento finanziario consiste in generale nella sua capacità a **trasformarsi prontamente in moneta** senza perdita di valore. Essa dipende in primo luogo dall'esistenza di un mercato in cui il titolo può essere trattato e dalle caratteristiche di questo mercato.

In generale, a parità di altre condizioni, i titoli negoziati sui "**mercati organizzati**" (ad esempio, la Borsa Italiana) sono **più liquidi** dei titoli non trattati su detti mercati. Ciò accade perché la domanda e l'offerta di titoli vengono convogliate in gran parte sui mercati organizzati e, quindi, i prezzi rilevati in quel contesto sono ritenuti indicatori più affidabili dell'effettivo valore degli strumenti finanziari.

Quando invece gli strumenti finanziari **non sono negoziati in mercati organizzati** può risultare **difficoltoso o impossibile liquidarli o comprenderne il valore effettivo**: questi strumenti finanziari sono più "**illiquidi**" (è più difficile venderli in tempi rapidi e a un prezzo che rispecchi effettivamente il loro valore).

Gli strumenti finanziari emessi dalle *start-up* innovative che possono essere sottoscritti tramite i portali di equity *crowdfunding* appartengono alla seconda categoria, dal momento che il Decreto crescita **ne vieta la negoziazione** nei mercati organizzati per il periodo in cui la società può essere considerata una *start-up* innovativa (art. 25, comma 2 del "Decreto crescita *bis*").

Pertanto, chi compra tali strumenti deve essere consapevole del fatto che, accanto al rischio di perdita dell'intero capitale investito, vi è anche il rischio di "illiquidità" collegato sia al divieto per un primo periodo di essere scambiati su mercati organizzati e sia al fatto che – almeno inizialmente – non esiste un c.d. "mercato secondario" organizzato sul quale è possibile effettuare gli scambi una volta che gli strumenti sono stati sottoscritti. Resta ferma la possibilità di effettuare la compravendita fra privati, nel rispetto delle norme stabilite per i singoli casi, sostenendo i relativi costi.

E quali sono i rischi connessi con gli investimenti effettuati tramite portali on-line?

La diffusione dell'utilizzo di *internet* per le transazioni commerciali ha aumentato il rischio di incappare in iniziative illecite o in vere e proprie **truffe**.

Se riceviamo una proposta di investimento via e-mail, o se vogliamo aderire ad un'offerta per sottoscrivere o acquistare prodotti finanziari su un sito *internet*, è bene fare qualche verifica in più, ad esempio:

- controllare che il soggetto che propone l'investimento sia chiaramente identificabile;
 - verificare che gli indirizzi forniti (telefono, fax e sede del soggetto) corrispondano effettivamente a quelli del soggetto, avvalendosi magari dei servizi "elenco abbonati telefonici";
 - verificare sempre direttamente presso la Consob che il gestore del portale sia iscritto al registro dei gestori di portali tenuto dalla Consob. È bene inoltre sottolineare che anche qualora il soggetto dichiari (e lo sia effettivamente) di essere vigilato da un'autorità pubblica, ciò non comporta alcuna assunzione di responsabilità da parte di tale autorità né garantisce il contenuto delle proposte effettuate;
 - verificare che l'indirizzo *internet* del portale cui si è connessi coincida con quello indicato nel registro dei gestori di portale presente sul sito della Consob;
 - diffidare delle richieste di dati/informazioni personali; è sempre bene controllare la politica di trattamento dei dati personali che il portale deve mettere a disposizione degli investitori (al fine di accertare che i propri dati non siano trasmessi a terzi).
- ricordare infine che la raccolta di capitali promossa tramite portali di *crowdfunding* iscritti nella sezione ordinaria del registro tenuto dalla Consob si perfeziona **sempre** tramite **banche o imprese di investimento (SIM)**. il gestore iscritto nel registro dei portali **non può richiedere** al cliente di **versare a suo favore le somme** necessarie per la sottoscrizione degli strumenti finanziari. Queste dovranno essere versate solo in un conto indisponibile intestato all'emittente acceso presso la Banca o la SIM.

Infine, se avete dei dubbi, rivolgetevi alla Consob, anche per eventuali segnalazioni di attività che non appaiono del tutto "lecite".

... e dopo?

Investire i propri risparmi non implica soltanto la scelta e l'acquisto: è bene continuare a seguire i nostri investimenti nel tempo e acquisire il maggior numero di informazioni.

Se siamo diventati soci di una società *start-up*, possiamo **partecipare alla vita societaria** esercitando – ove previsto – il **diritto di voto** nelle assemblee o

esaminando e approvando i **bilanci** societari. Siamo d'accordo: non si tratta di documenti che si presentano come particolarmente interessanti. Ma vanno letti, perché ci forniscono informazioni sullo stato di "salute" del nostro investimento e ci possono far riflettere sull'opportunità di mantenerlo o venderlo.

A questo fine, dobbiamo leggere attentamente la documentazione che normalmente la società mette a disposizione dei soci. Ricordiamo che il portale, una volta conclusa l'offerta, non è obbligato a pubblicare questa documentazione e pertanto dobbiamo seguire con molta attenzione il **sito internet della società** di cui abbiamo sottoscritto gli strumenti finanziari ricordandoci che la società, finché è in possesso dei requisiti di *start-up* innovativa, deve aggiornare le informazioni elencate dal "Decreto crescita *bis*" almeno ogni sei mesi.

Attenzione poi al **cambio di controllo**! Lo statuto della start up innovativa (che ogni socio deve conoscere), finché rimane tale e comunque nei successivi tre anni dall'offerta effettuata tramite il portale, deve riconoscere agli investitori, nel caso di cambio di controllo societario, il diritto di recesso o di co-vendita (c.d. tag along), indicandone modalità e condizioni.

Attenzione, inoltre, alle vicende societarie successive alla raccolta di capitali cui noi abbiamo aderito: la società potrebbe ad esempio effettuare ulteriori aumenti di capitale anche attraverso portali di *crowdfunding*. Se non si esercita il "diritto di opzione" (cioè il diritto dei soci già esistenti di sottoscrivere le nuove azioni o quote emesse dalla società) esiste il rischio che il proprio investimento subisca un effetto di "**diluizione**" (perché sono entrati nuovi soci a seguito dell'aumento di capitale), e la propria partecipazione nella società "pesare" (percentualmente) un po' meno, in termini di voti, dividendi attesi e valore.

La società emittente potrebbe infine avere un interesse ad agevolare un "mercato" dei propri strumenti finanziari. Seppure i titoli di una start up innovativa non possano essere negoziati in mercati regolamentati, potrebbero essere creati, anche con l'ausilio del portale, dei **punti di incontro** fra gli investitori (blog, bacheche etc.) dove i soci possono seguire gli sviluppi della vita societaria e proporre la compravendita dei propri strumenti finanziari.