

Pmi: crescere sui mercati e tra la folla

f.vella@lslex.com



Un poqdi storia...

- “ **Draghi (1998):** « *costruire un sistema finanziario che massimizzi le risorse destinate all'apparato produttivo* »
- “ **Macchiati (2016):** « *raggiunto l'obiettivo di modernizzare le regole, come confermano gli indicatori sulle tutele per gli azionisti, ma l'obiettivo del riequilibrio del sistema finanziario è stato mancato* ».
- “ **Poche quotazioni, poca crescita dimensionale**
- “ **Onado (2015):** « *il TUF era una pagina bianca sulla quale si potevano scrivere storie molto diverse, ma non poteva cambiare il capitalismo italiano* »
- “ **Cavazzuti (2016):** Tanto rumore per nulla; i miseri frutti della « *maestosa legislazione e regolazione costruita nel tempo* »



Piccole e chiuse

- “ La pmi media italiana è sempre più piccola della pmi media tedesca e spagnola. Più si è piccoli meno si investe
- “ **Visco (2015):** Il problema non è la dimensione, ma la famiglia
Prevalenza di «*pratiche manageriali che accrescono gli effetti negativi sull'efficienza aziendale generati dalla ridotta dimensione*»
- “ **Rossi (2017):** le criticità, non della proprietà ma della gestione familiare «*financo nelle prime e seconde linee di comando*»
- “ Apertura al mercato non solo, e forse non tanto, come raccolta di risorse, ma come antidoto non alla famiglia, ma al «familismo»
- “ **W.Lazonick (2017): Perché ci si quota:** 1) *Control*; 2) *Creation*; 3) *Combination*; 4) *Compensation*; 5) *Cash*



Il diritto societario conta?

Una prima apertura: La riforma societaria: l'abbeveratoio senza cavalli. Lo ascensore dimensionale che non si sblocca (**Bianco, 2003**)

Il mantra della semplificazione: la destrutturazione della s.r.l. e la furia riformatrice: %effimera+, %confusa+, %schizofrenica+ da %andatura da ubriaco+ e %forse che sì, forse che no»

La lunga trafila dei mercati alternativi: Ristretto 1997, Nuovo mercato 1999, Expandi 2003, Mercato Alternativo dei capitali (MAC) 2007; Alternative Investment Market (AIM) 2008

Alvaro (s.d.) : Risultati limitati che *«hanno evidenziato come le innovazioni e i miglioramenti apportati a livello di autoregolazione dei mercati, per quanto in molti casi tecnicamente efficienti e virtuosi, non siano mai stati di per sé sufficienti a dare un impulso positivo alla crescita dei mercati stessi»*



Il diritto societario conta?

- “ **(Pirani s.d)** Una analisi empirica delle PMI innovative: «*Dai dati rilevati sembra che almeno sotto il profilo strettamente societario, quasi tutte le modificazioni proposte dal legislatore al diritto comune abbiano (per ora) lasciato abbastanza freddo il mondo delle imprese*». La modifica delle regole societarie non sembra, ex se, sufficiente a determinare la scelta degli operatori verso uno specifico tipo sociale.
- “ Le riforme che contano: i PIR e le agevolazioni fiscali.
- “ **Trento (2012)** : «*Le riforme in ultima istanza, devono comportare un cambio di incentivi per gli operatori e quindi un cambio di comportamenti*»
- “ La Capital Market Union. Una ricca macedonia con un unico filo conduttore: riportare le PMI alla raccolta diretta



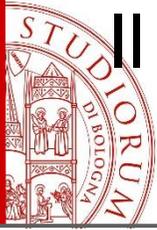
Il Crowdfunding, tra regole e numeri

- “ **Giordano, Modena (2017):** Scelta di non quotarsi non legata al rapporto costi/benefici nel rimanere chiusi, ma «*potrebbe dipendere in misura significativa dalla percezione da parte degli imprenditori di assetto normativo e regolamentare eccessivamente gravoso*»
- “ Ancora semplificare: il ruolo e il (parziale) successo del crowdfunding
- “ **Per le imprese:** a) barriere più basse nell'accedere alla raccolta; b) forte riduzione oneri normativi; c) possibilità di «testare» il gradimento di una nuova impresa con costi minori rispetto ai tradizionali meccanismi di mercato; d) il valore «espansivo» della rete; e) iniziativa che può poi successivamente prendere altre strade con la possibilità di rivolgersi ad altri finanziatori (**Jenik, Lyman, Nava, 2017**)
- “ **Per gli investitori:** a) nuove forme di investimento: una *democratizzazione* della finanza?; b) rendimenti potenzialmente più elevati; c) possibile diversificazione con quote più ridotte; d) la facilità di accesso alle piattaforme e) da donatori a investitori



Il Crowdfunding tra regole e numeri: le imprese

- “ **Chi:** dal pertugio delle start up innovative, passando per le PMI innovative fino a tutte le PMI (250 dipendenti, fatturato annuo 50 milioni bilancio inferiore 43 milioni) .
- “ **Dove :** Il valore della congiunzione: quote offerte al pubblico «anche»» tramite portali. Il che significa: 1) tramite portali, o 2) tramite canali tradizionali , ma pure 3) entrambi i canali, ciascuno con la sua disciplina (**Guizzardi, 2017**)
- “ **Cosa:** Quote di partecipazione, ma non strumenti finanziari di debito (**Vitali, 2014 Dentamaro, 2017, Accettela, Ciocca, 2017**).
- “ **Per ora vale ancora il pertugio:** 84,6 % start up innovative, di cui 3 società benefits (**Osservatorio, 2018**) :
- “ **Il Crowdfunding** e la rilevanza del sociale, «*bettering in the world*» (**Vismara, 2018**)
- “ **Il Crowdfunding** tra finanza, profit e non profit: Le imprese sociali (**Mosco, Vella, Meo, 2018**)



Il Crowdfunding, tra regole e numeri: le imprese

- “ **In che forma:** tutte le società di capitali, ma la novità della «*finanziarizzazione*» della srl (**De Angelis, 2018**) e le deroghe al diritto societario: quote astratte e standardizzate, con possibile limitazione di diritto di voto, nuove modalità di circolazione, (**Cagnasso, 2018**) « *si rompe ogni ragionevole correlazione tra rischi e responsabilità*» (**Mosco, 2016**), così come pensata dal legislatore della riforma societaria.
- “ **Srl regina del Crowdfunding:** Start up innovative 181/175: PMI innovative 18/16; PMI11/11 (**Osservatorio, 2018**)
- “ **Le quote:** 37% quote ordinarie (diritti identici ai fondatori) 11 % senza diritti di voto e 48% offerte miste
- “ **Si torna alla carica:** 15 round successivi
- “ **Srl e PMI:** Srl si «apre» e si avvicina sempre di più alla spa. Un possibile incentivo a salire: crescita - superamento dimensionale PMI - spinta a trasformarsi in spa ed accedere a mercati più strutturati (**Abriani, 2018**) .
- “ **Ma la soglia** di raccolta rimane bassa: le regole e i numeri sulla raccolta: 5, addirittura 8, ma mai sopra 1 (**Osservatorio, 2018**)



Il Crowdfunding tra regole e numeri: gli intermediari

I Portali: Le regole: 1) onesti e professionali; 2) adesione a sistemi di indennizzo; 3) autorità di vigilanza valuta relazione su attività e organizzazione; 4) decadenza entro 6 mesi, ma anche rinuncia: Una procedura che ricalca quella per le Sim ma con opportuni criteri di proporzionalità

I numeri : Filtro all'entrata prudenziale, ma non troppo «spesso»: 27 portali. Attenzione: solo 2 quelli gestiti da intermediari finanziari (**Osservatorio, 2018**)

I limiti e le tutele : 1) fondi depositati presso banca; 2) ordini trasmessi a intermediari esecutori (**Pignotti, 2016**) ; 3) prevenzione conflitti di interesse; 4) *Skin in the game* degli investitori professionali: 5% ai fini del perfezionamento dell'offerta, con incentivo a essere più trasparenti e strutturate: 3% PMI che si fanno certificare il bilancio, 5) Poteri sanzionatori e misure cautelari di sospensione della Consob nel caso di irregolarità 6) *Whistleblowing*



Il Crowdfunding tra regole e numeri: gli investitori

- “ **La folla è saggia o è folle?** «*Dalla saggezza della folla alla stupidità del gregge il passo è breve*» (**Motterlini, 2014**)
- “ Le regole per tutelare gli investitori nel crowdfunding servono?”
- “ E soprattutto, fino a che punto il regolatore dei portali *on line* deve tenere le briglie del cavallo sciolte per farlo correre adeguatamente?”
- “ **La falsa immagine dell'investitore ragionevole**, i limiti cognitivi e il contributo scientifico delle scienze comportamentali (e delle grandi amicizie) allo studio delle decisioni collettive (**Vella, 2018**)
- “ **Hanks, Romano Tonelli (2014):** bisognerebbe prima conoscere bene come si comporta la folla e poi regolare. Applicare tradizionali criteri di trasparenza corre il rischio di rendere ancora più passivo l'investitore, favorendo fenomeni come l'effetto gregge. I portali e le imprese hanno un grande interesse a costruire una reputazione, reputazione sulla rete che può molto di più di una disciplina imperativa



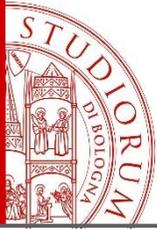
Il Crowdfunding tra regole e numeri: gli investitori

- “ **Brodi, Motterlini (2014)** Regolatore dovrebbe creare una buona «architettura delle scelte» (con opzioni quali il framing e la tempistica dell'informazione) prevenendo nella misura più ampia possibile gli errori cognitivi, e quindi «spingendo» l'investitore verso opzioni virtuose .
- “ **Armour, Enriques (2017)**: siamo da un'altra parte: analisi comparata disciplina inglese e statunitense (una più vicina alla *securities regulation* l'altra alla *consumer protection*): non si può regolare il crowdfunding «*con altri contesti in mente*».
- “ Lasciare spazio alla autoregolamentazione (Q.A. reso noto poi anche a tutti gli investitori, granularità dell'informazione, ruolo segnaletico degli investitori professionali, spazio ai *gatekeepers*) .



Una scelta di compromesso

- “ **(Carboni, Fiamma, Marcelli, Mirra, Zaottini, 2016)** *La percezione della relazione rischio/rendimento sul web svolgendosi nell'ambito di un processo decisionale «istintivo» è ancora più esposta a fattori emotivi e in particolare al riscontro emozionale suscitato da una determinata opzione di scelta soggettiva e valutazioni affettive, piuttosto che all'aspetto analitico dei profili positivi e negativi ad essa associati.*
- “ **Una regolamentazione a «percorso»:** presidi volti a «rallentare» il processo decisionale **(Caratozzolo, 2018)**
- “ **Grande attenzione al framing dell'informazione:** non troppa, semplificata chiara e ben scritta «agevolare la lettura anche con la scrittura in caratteri di dimensione leggibile»
- “ **Mifid, ma non troppo:** Un disciplina «alleggerita» della MIFID; un regime che non raggiunge il livello di dettaglio, ma è comunque molto severo **(Macchiavello, 2016)**



Tra securities regulation e consumer protection

- “ **Investitore:** Presa visione dellq *investor education*; informazioni su conoscenza ed esperienza, dichiarazione di essere in grado di sostenere perdita
- “ **Gestore:** Non c'è il prospetto, ma scheda d'offerta informativa. Trasmissione informativa anche via web. Verifica di appropriatezza (o intermediario). Obbligo di profilatura: Graduato se effettuato da chi riceve gli ordini
- “ **Altri diritti:** diritto di covendita o di recesso nel caso i soci di controllo trasferiscano la loro quota e obbligo comunicazione patti parasociali
- “ **Altri diritti:** diritto di recedere entro sette giorni
- “ **I numeri:** 35% sottoscrizioni 499 euro. Sopra obbligo profilatura. Il 51% è tra 500 e 5000 euro (quasi tutte persone fisiche). Ancora poche le persone giuridiche, pochissimi investimenti da 100.00 euro in su
- “ Ritorno alla sottoscrizione: (il sig. M.P. che ne ha fatte ben 56!). I nuovi sono circa 1770, pochi, ma in crescita (**Osservatorio, 2018**)



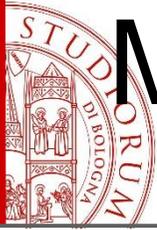
Alla ricerca di un equilibrio

- “ Meglio l'autoregolamentazione nel rispetto del principio *comply or explain* (**Mosco, 2016**) ?
- “ Bilanciare gli oneri normativi: meno trasparenza, più paternalismo: i limiti quantitativi all'investimento (**Macchiavello, 2018**)
- “ Il ruolo positivo degli OICR che investono in PMI (**Fragonara, 2017**)
- “ Aprire anche ai titoli di debito?
- “ Aprire alla possibilità di ampliare i servizi offerti ?
- “ Il quadro europeo: I diversi approcci (**Ferrarini, 2017**) e la scelta comunitaria: verso una nuova direttiva



Regole e tecnologia

- “ I limiti e la «neutralità» della regolamentazione: nel territorio del FinTech facilitare, ma evitare arbitraggi (**Schena, Tanda, Arlotta, Potenza, 2018**)
- “ Il crowdfunding e il rischio di riciclaggio (**Ciervo, 2017**);
- “ Lo strano (e oscuro) mondo delle ICO e del *Coin-operated capitalism* (**Cohney, Hoffman, Sklaroff, Wishnick, 2018**)
- “ I rischi di investitori sempre più digitalmente alfabetizzati, ma non finanziariamente (**Falcone, 2018**)
- “ *Trade off* tra «democratizzazione» degli investimenti (**Palladino, 2018**) e la possibilità di perdere tutto: «*Ci sentiamo di affermare che le prime evidenze empiriche sono in linea con i (bassi) tassi di successo attesi per le imprese start up*» (**Osservatorio, 2018**)



Mercati «dedicati» per crescere

- “ Dalla «neutralità» dei Sistemi multilaterali di negoziazione (**Annunziata , 2015**) alle regole di favore per i nuovi mercati di crescita per le PMI (almeno il 50% PMI), con una «*moderata estensione degli obblighi informativi quotate*» (**Ferrarini, 2013**).
- “ **Considerando 133 MIFID II**: flessibilità per bilanciare due esigenze contrapposte entrambe fondamentali per il successo di questi mercati: proteggere gli investitori, così investono di più e le PMI crescono, ridurre gli oneri normativi che scoraggiano le PMI ad accedere ai mercati
- “ **Lo art 69 TUIF e Lo AIM come MCPMI**
- “ **Eq sufficiente una *quality label* in assenza di un adeguato sistema di incentivi?**
- “ **Il nuovo pacchetto comunitario del 24/5/2018: 1) Alleggerimento oneri *market abuse*; 2) Semplificazione prospetto nel passaggio da MCPMI a mercati regolamentati.**
- “ **Bisogna fare di più (**Assonime, 2018**)**



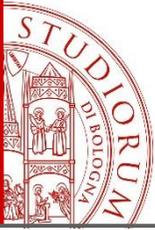
Guardando al futuro

- “ **Le imprese:** Il crowdfunding ha generato una «società ibrida» (**Macchi, 2017**). Ripensare il rapporto (e i criteri distintivi) tra società aperte e chiuse. Uno statuto comune a prescindere dalla scelta del modello (**Benazzo, 2017**)? Ripensare la srl chiusa?
- “ **Gli intermediari e i mercati:** si segue la strada della semplificazione: un nuovo assetto di equilibri tra regole private e regole pubbliche dove la pistola fumante del regolatore pubblico rimane, ma si allontana un po' di più?
- “ Una regolamentazione «promozionale»? Un approccio sistematico tra politiche regolamentari e fiscali (**Alvaro s.d.**)



Guardando al futuro

- “ **Gli investitori:** Il ruolo dei professionali e l'importanza dello *skin in the game*. Regole di mercato e regole soggettive
- “ **Gli investitori:** Il vero problema è il *retail*. Uno zoccolo duro di tutele, ma sulla lunga strada per obiettivi della CMU e sviluppo di crowdfunding e MCPMI c'è di mezzo il rischio, anche quello ...di perdere tutto
- “ **Risparmio consapevole e inconsapevole:** superare la diseducazione finanziaria e educare al rischio



Rischiare

- “ **Nava , 2018, p 16:** «Su un punto bisogna essere chiari: la tutela pubblica del risparmio non può significare l'azzeramento del rischio di investimento: la regola n. 1 della finanza è «non risk no return». Se non c'è rischio non ci può essere rendimento . Il risparmio è diverso dall'investimento. Citando Tancredi Bianchi *«La tutela pubblica del risparmio non significa l'azzeramento del rischio e quindi la garanzia del capitale. Significa che i pubblici poteri debbono emanare norme atte a ridurre al minimo il pericolo che il risparmio sia collocato con i rischi non percepiti e conosciuti . E che con la vigilanza e il controllo sia altamente probabile il rispetto delle dette norme»*
- “ **G. Gigerenzer (2014)** *Imparare a rischiare : «no, risks, no errors, no innovation»*

