

**CONVEGNO "TORINO CROWDFUNDING
SCENARI E APPLICAZIONI PER FINANZIARE PROGETTI E IMPRESA"**

IL REGOLAMENTO PER L'EQUITY CROWDFUNDING

*Le deleghe alla Consob, il contesto normativo di riferimento,
l'indagine conoscitiva, le principali proposte regolamentari*

TONI MARCELLI

CONSOB

DIVISIONE STRATEGIE REGOLAMENTARI
Ufficio Analisi d'Impatto della Regolamentazione

Torino – 12 aprile 2013

Indice dei temi trattati

- 1) *Le deleghe alla Consob.*
- 2) *Il contesto normativo di riferimento.*
- 3) *L'indagine conoscitiva: risultati dell'indagine Consob (questionario pubblicato in data 21 gennaio 2013) e primi dati relativi al settore delle *start-up* innovative.*
- 4) *Le principali proposte del regolamento posto in consultazione (scadenza consultazione **30 aprile 2013**).*
- 5) *Scenari futuri.*

Allegato: principali opzioni regolamentari

1. Le deleghe alla Consob

L'art. 30 del D.L. n. 179 del 18 ottobre 2012 (c.d. “decreto crescita *bis*”, convertito con modifiche nella legge n. 221 del 17 dicembre 2012) ha introdotto, tra l'altro, nel TUF gli articoli:

- *50-quinquies* “Gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative”;
- *100-ter* “Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali”.

In virtù delle deleghe contenute nel decreto, alla Consob è affidato il compito di dettare, con regolamento:

- *principi e criteri* relativi alla *registrazione e gestione di portali* per la raccolta di capitali per le “*start-up innovative*”;
- *regole di condotta nei rapporti con gli investitori*;
- la *disciplina applicabile alle offerte* attraverso portali per la raccolta di capitali.

1. Le deleghe alla Consob

Le ***finalità generali*** delle misure introdotte dal decreto a favore delle ***start-up innovative*** (come definite dall'art. 25 del “decreto crescita *bis*”) sono indicate dalla relazione al medesimo:

- ***crescita*** sostenibile;
- ***sviluppo*** tecnologico;
- ***occupazione***, in particolare giovanile.

La novella legislativa disciplina il fenomeno dell’“***equity crowdfunding***” come ***strumento*** per favorire il finanziamento di imprese neo-costituite caratterizzate da:

- ***strutture produttive ad alto contenuto tecnologico***;
- ***elevata qualità delle risorse umane impiegate*** .

... istituendo un ***nuovo canale*** che consente di fare appello al ***pubblico risparmio***, rivolto a un elevato numero di destinatari (“***crowd***”) che nella prassi effettuano investimenti anche di modesta entità, per la raccolta di capitali di rischio (“***funding***”) attraverso la ***rete internet*** (corrispettivo totale inferiore a 5.000.000 €).

1. Le deleghe alla Consob

La Strategia regolamentare della Consob si basa sulla predisposizione di adeguate misure di tutela degli investitori retail e sul contenimento degli oneri amministrativi a carico dei soggetti che svolgono la gestione dei portali *on-line*.

Obiettivi della Consob:

- individuare gli strumenti di tutela tali da consentire agli investitori di assumere una decisione consapevole che realizzi l'efficienza allocativa (selezione dei progetti a maggior VA, efficiente allocazione delle risorse, crescita) in relazione alle caratteristiche di elevata rischiosità dell'investimento (imprese neo-costituite, divieto di distribuzione utili, illiquidità, tecnologie innovative, deroga al divieto per s.r.l. di ricorso al pubblico risparmio, deroghe al diritto fallimentare/commerciale, ecc.);
- disciplinare i gestori e le offerte secondo il principio di proporzionalità, contenendo gli oneri amministrativi per favorire la concorrenza, la qualità del servizio e, in ultima istanza, ridurre i costi del fundraising.

1. Le deleghe alla Consob

L'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali *on-line* è un'attività riservata a:

- banche e imprese di investimento;
- soggetti (“gestori”) iscritti in un registro tenuto dalla Consob (la quale definisce anche alcuni requisiti per l'iscrizione).

Tali ultimi, in particolare, sono destinatari di una significativa *esenzione dalla disciplina relativa allo svolgimento dei servizi di investimento* (regole di comportamento, artt. da 21 a 25-bis del TUF e prestazione a distanza, art. 32 del TUF), giacché le regole di condotta che essi debbono applicare nelle relazioni con gli investitori sono definite dalla Consob (tale esenzione è controbilanciata dal fatto che i gestori iscritti nel registro tenuto dalla Consob non possono detenere fondi di pertinenza e di terzi e che debbono trasmettere gli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari a banche e imprese di investimento).

1. Le deleghe alla Consob

La ***scelta del legislatore primario*** di consentire a soggetti diversi dalle imprese a ciò tradizionalmente autorizzate (ampliando cioè la dimensione, potenziale, del mercato dei gestori di portali) lo **svolgimento di attività riconducibile nell'alveo dei servizi e delle attività di investimento.**



implica per la Consob la necessità di garantire che le **tutele apprestate all'investitore (non professionale)** siano sostanzialmente analoghe (specie se con riferimento a prodotti finanziari illiquidi) indipendentemente dalla natura giuridica del soggetto che gestisce il portale on-line (sia, cioè, gestore “di diritto” ovvero iscritto al registro tenuto dalla Consob) e che siano in ogni caso riconducibili alla disciplina di derivazione **MiFID (direttiva n. 39/2004/CE).**

2. Il contesto normativo di riferimento

La disciplina europea

MiFID

(Market in Financial Instruments Directive)

Direttiva di “livello 1”: 2004/39



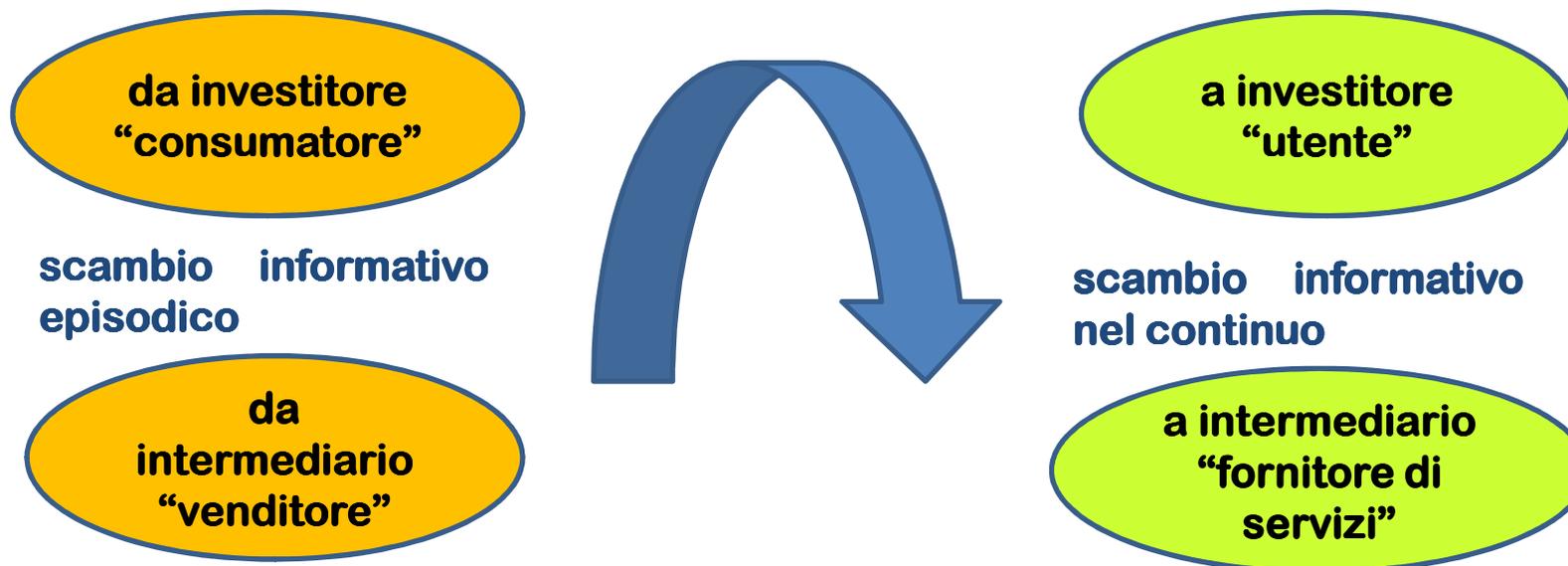
Misure di “esecuzione”

**Direttiva di “livello 2”:
2006/73**

**Regolamento di “livello 2”:
2006/1287**

2. Il contesto normativo di riferimento

Il modello relazionale di servizio: la centralità della posizione del cliente e il ruolo dell'intermediario



Nel contesto MiFID l'intermediario assume un ruolo di "filtro" tra il cliente e le diverse soluzioni di investimento dovendo:

- comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati (selezione dei progetti a maggior VA, efficiente allocazione delle risorse, crescita).
- operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati (ex ante e nel continuo).

3. I risultati dell'indagine conoscitiva

In data 21 gennaio 2013 è stato pubblicato un questionario indirizzato a tutti i soggetti potenzialmente interessati al tema del *crowdfunding*; tale consultazione preliminare con il mercato si è chiusa in data 8 febbraio 2013.

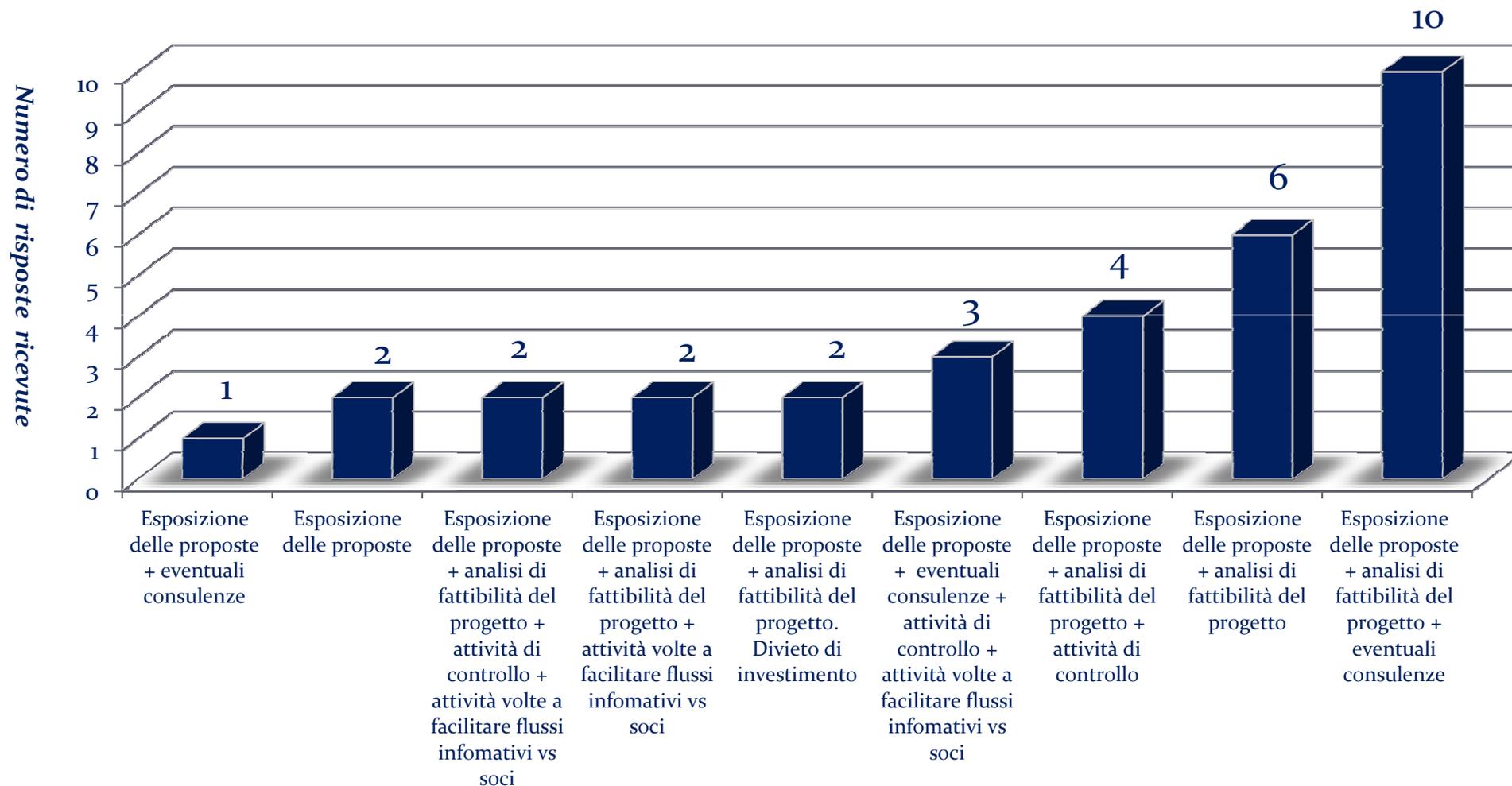
Il questionario era suddiviso in 4 sezioni, in base alle categorie dei soggetti interessati dalla regolamentazione delegata:

1. gestori dei portali on-line;
2. investitori potenziali;
3. investitori professionali;
4. start-up innovative.

All'indagine preliminare hanno partecipato 59 soggetti (8 contributi sono pervenuti senza l'utilizzo del format questionario).

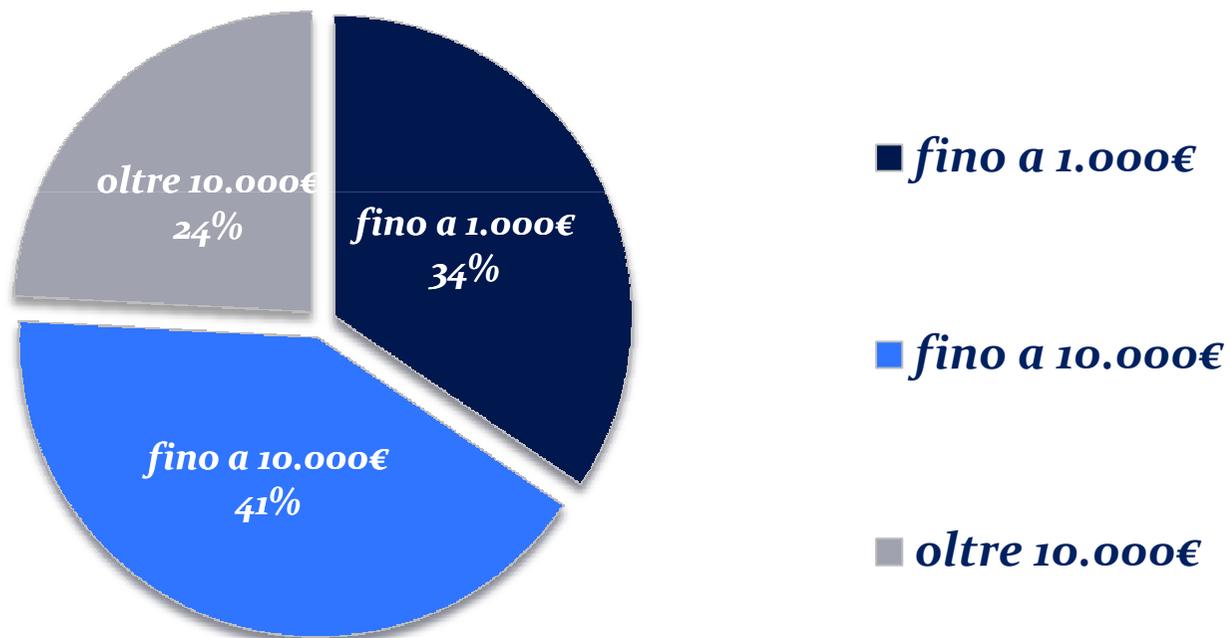
3. I risultati dell'indagine conoscitiva Consob – Sezione “gestori”

Quali servizi/attività potrebbe svolgere il gestore?



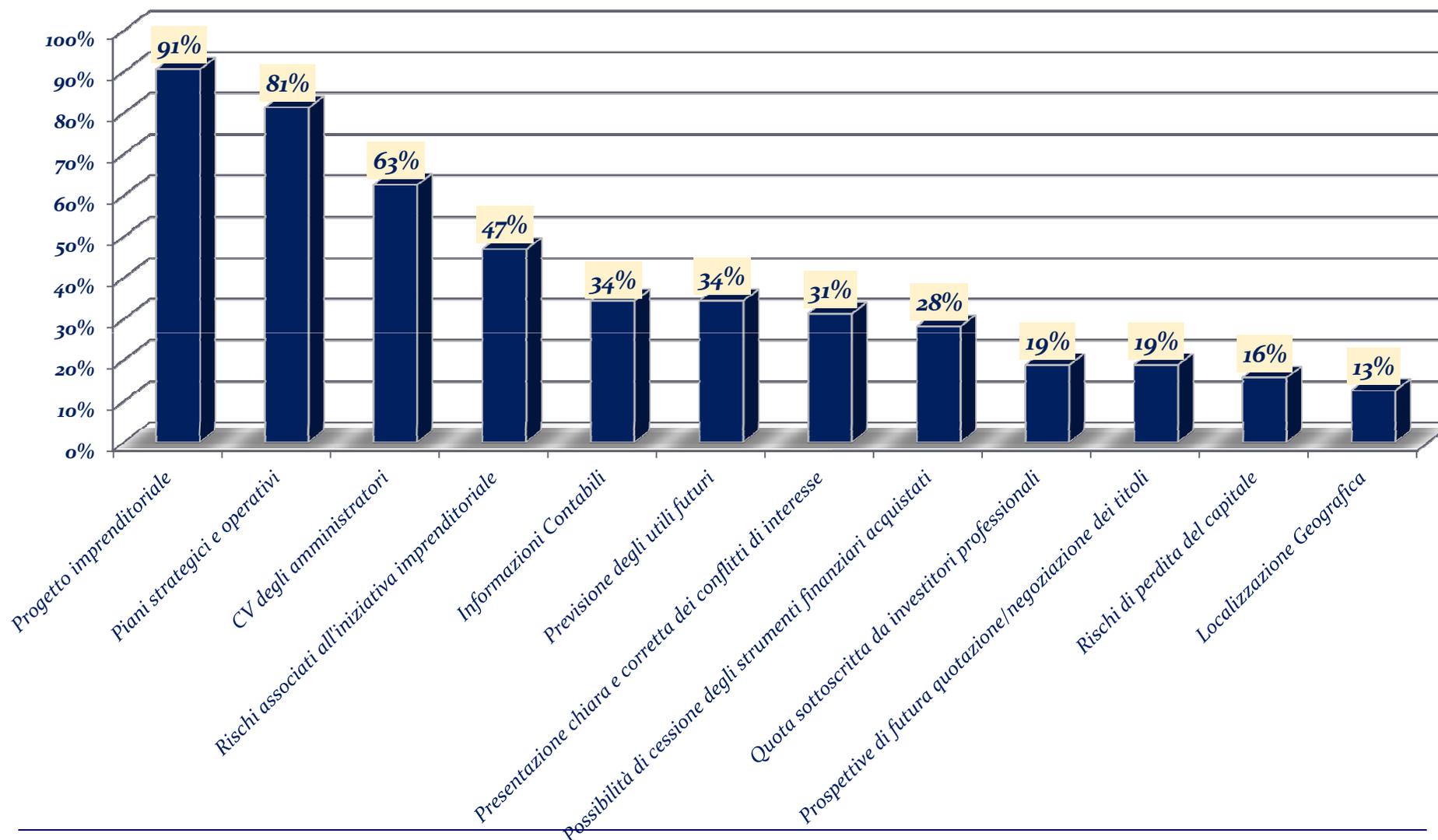
3. I risultati dell'indagine conoscitiva Consob – Sezione “investitori potenziali”

Quale somma sareste disposti ad investire in una start up innovativa?



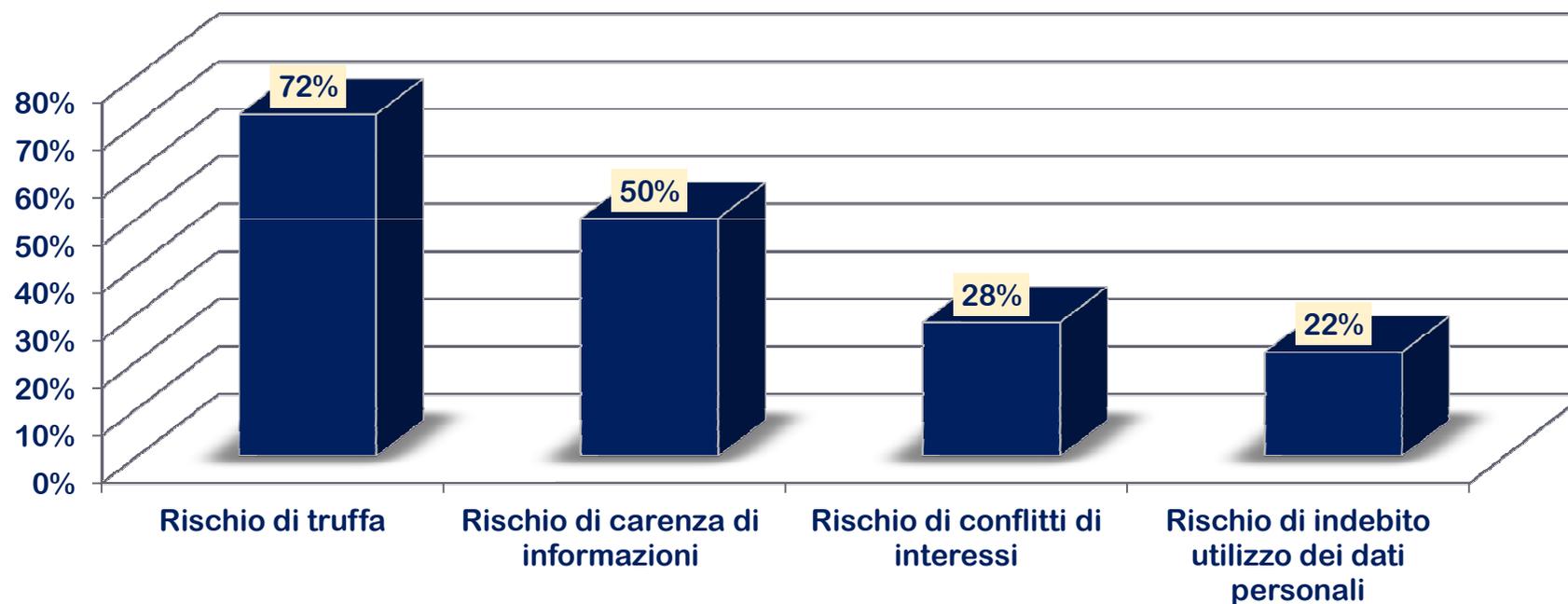
3. I risultati dell'indagine conoscitiva Consob – Sezione “investitori potenziali”

Quali sono le informazioni “chiave” per l’investimento?



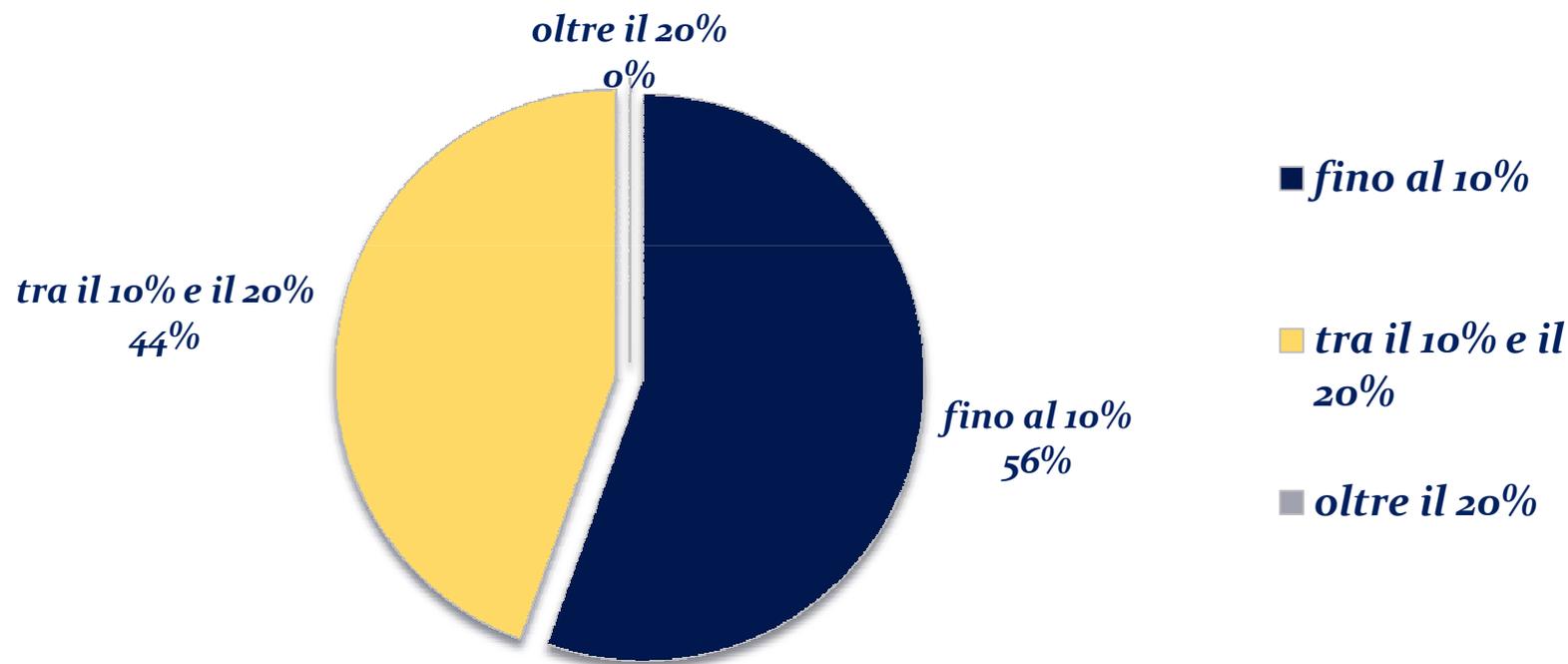
3. I risultati dell'indagine conoscitiva Consob – Sezione “investitori potenziali”

Quali sono i rischi ritenuti più significativi nelle offerte effettuate tramite portali on-line?

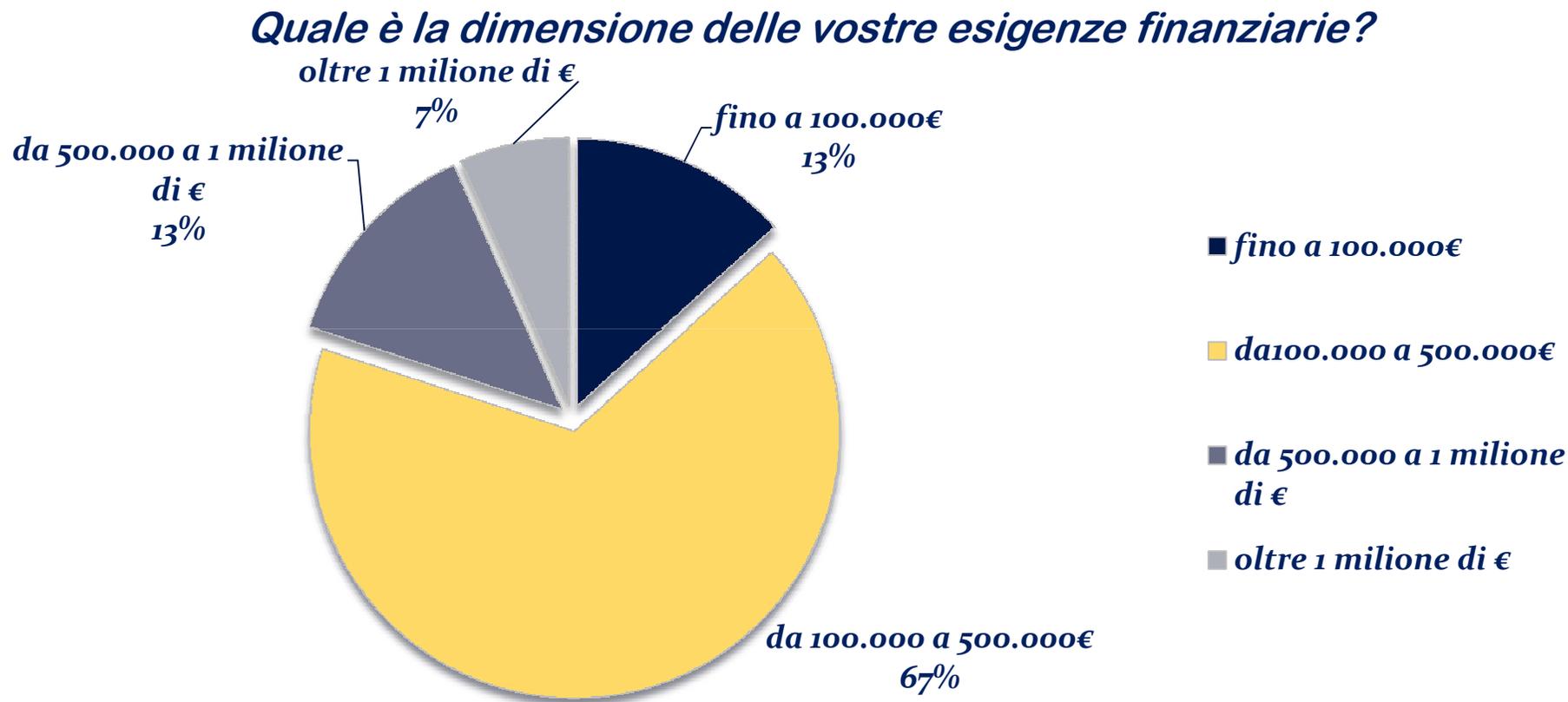


3. I risultati dell'indagine conoscitiva Consob – Sezione “investitori professionali”

Quale quota parte dell'offerta sareste disposti a sottoscrivere (valori in %)?



3. I risultati dell'indagine conoscitiva Consob – Sezione “start-up innovative”



3. I risultati dell'indagine conoscitiva Consob – Sezione “start-up innovative”

Quali sono i benefici attesi ?

- **abbattimento dei costi di raccolta di capitale di rischio;**
- **accesso ai capitali con regole meno restrittive rispetto al ricorso a banche e fondi di VC;**
- **possibilità di raggiungere clienti e investitori intenzionati a offrire piccole cifre;**
- **ampia visibilità del progetto presentato, marketing, accelerazione dello sviluppo imprenditoriale;**
- **maggiore competitività.**

Quali sono i rischi associati?

- **difficoltà nella gestione di una base azionaria allargata (*governance e investors relations*) e apertura del capitale a soggetti poco competenti o consapevoli, con cui dover condividere le decisioni strategiche;**
- **rendere note idee imitabili, problemi di riservatezza a fronte della necessaria trasparenza verso i nuovi investitori;**
- **rischi di divergenza fra le valutazioni dell'imprenditore e quelle del gestore (ove sia offerto il servizio di valutazione dei progetti imprenditoriali).**

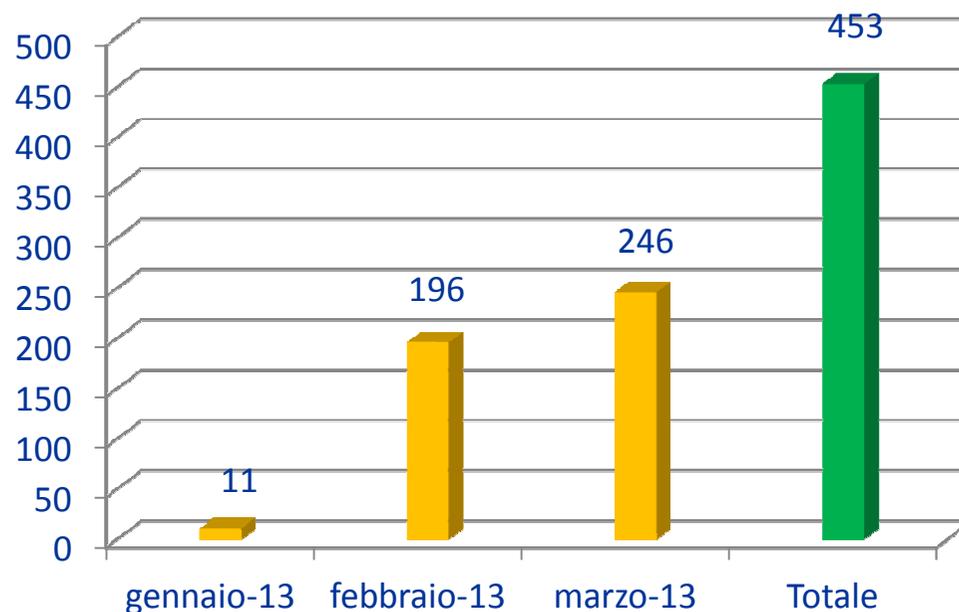
3. Primi dati relativi al settore delle start-up innovative (aggiornamento al 9 aprile 2013)

Forma giuridica utilizzata	Numero Start up
SRL	394
SRL unipersonale	23
SRL semplificata	13
SPA	11
Società Cooperativa	8
SRL a capitale ridotto	4
Totale	453

Fonte: elaborazioni Consob su dati Registroimprese.it

**96%
utilizza
SRL**

Trend su base mensile delle iscrizioni Start-up innovative nella sezione registro imprese



Fonte: elaborazioni Consob su dati Registroimprese.it

3. Primi dati relativi al settore delle start-up innovative (aggiornamento al 9 aprile 2013)

Prime 10 province in termine di concentrazione di Start up innovative			
Num.	Provincia	Start up iscritte	% su Totale
1	Torino	53	12%
2	Milano	31	7%
3	Padova	24	5%
4	Roma	24	5%
5	Trento	23	5%
6	Bologna	17	4%
7	Genova	16	4%
8	Verona	14	3%
9	Pisa	13	3%
10	Trieste	12	3%
Sub totale (prime 10 province)		227	50%
Totale complessivo		453	100%

Fonte: elaborazioni Consob su dati registroimprese.it

4. Le principali proposte del regolamento posto in consultazione – il contesto di riferimento



4. Le principali proposte del regolamento posto in consultazione

- A. Regolamento autonomo:*** visione sistematica della regolamentazione sul crowdfunding contraddistinta da forti specificità.
- B. Registro e procedimento di iscrizione/annotazione***
- **Registro** per i “gestori da autorizzare” con una sezione speciale per i “gestori di diritto” (comunicazione e annotazione con mera efficacia di pubblicità notizia e di certificazione anagrafica).
 - **Procedimento di iscrizione nel registro** (PEC, tempistiche; istruzioni per domanda, relazione sull’attività d’impresa e sulla struttura organizzativa; verifiche per i gestori da autorizzare della capacità di esercitare correttamente l’attività).
- C. Regole di condotta per i “gestori da autorizzare”***
- **Applicazione regole MiFID per “gestori di diritto” e regole speciali per “gestori da autorizzare”** (obblighi di correttezza; informazioni relative alla gestione del portale; informazioni relative all’investimento in start-up innovative; schema per la diffusione delle informazioni sulle singole offerte delle start-up – linguaggio chiaro, conciso, caratteri leggibili e max 5 pagine; presidi MiFID (contratto e regole di condotta) nella fase in cui gli intermediari (banche e imprese di investimento) eseguono gli ordini ad essi trasmessi dai gestori di portale).

4. Le principali proposte del regolamento posto in consultazione

D. Comunicazioni a Consob (telematica, riduzione oneri amministrativi, ad evento o periodica)

E. Condizioni per l'ammissione delle offerte sul portale

- **Individuazione categorie di investitori professionali** (clienti professionali privati di diritto e i clienti professionali pubblici di diritto, fondazioni bancarie, società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo di cui all'art. 2 della legge 5 ottobre 1991 n. 317, incubatori di start-up innovative di cui all'art. 25, comma 5, del decreto).
- **Quota di strumenti finanziari da riservare agli investitori professionali** (5% dell'offerta, affiancamento e strumento di fiducia per il mercato, sottoscrizione quale requisito per l'ammissione delle offerte sui portali).
- **Tutela degli investitori *retail* nel caso di cessione delle partecipazioni di controllo** (previsione del diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni).
- **Diritto di revoca in pendenza dell'offerta** (fatti nuovi, errori materiali).

4. Le principali proposte del regolamento posto in consultazione – Scadenza del periodo di consultazione



Le osservazioni al documento di consultazione dovranno pervenire entro il:

30 aprile 2013

(*on-line* per il tramite del SIPE – Sistema Integrato Per l'Esterno)

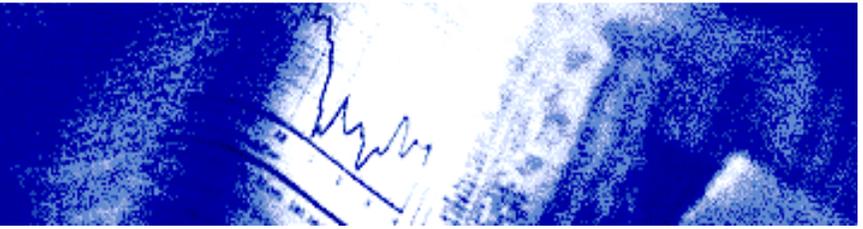
5. Possibili sviluppi

L'Italia è il primo Paese in Europa ad essersi dotata di una normativa sull'***equity crowdfunding***. In ambito europeo esistono per lo più alcuni documenti pubblicati dalle Autorità di vigilanza del settore finanziario (FSA, Bafin, FSMA) a fini illustrativi dei rischi per l'investitore e delle caratteristiche delle varie tipologie di *crowdfunding*.

L'ESMA ha pubblicato nel settembre del 2012 un'“Avvertenza per gli investitori” relativa alle “Insidie dell'investimento *on-line*”.

Possibili sviluppi:

- A. Modifiche alla MiFID;**
- B. Introduzione a livello europeo di una disciplina *ad hoc* sul *crowdfunding* (direttiva o regolamento);**
- C. Adozione da parte dell'ESMA di prassi di vigilanza uniformi (*level playing field*).**



**CONVEGNO "TORINO CROWDFUNDING
SCENARI E APPLICAZIONI PER FINANZIARE PROGETTI E IMPRESA"**

IL REGOLAMENTO PER L'EQUITY CROWDFUNDING

*Le deleghe alla Consob, il contesto normativo di riferimento,
l'indagine conoscitiva, le principali proposte regolamentari*

TONI MARCELLI

CONSOB

DIVISIONE STRATEGIE REGOLAMENTARI
Ufficio Analisi d'Impatto della Regolamentazione

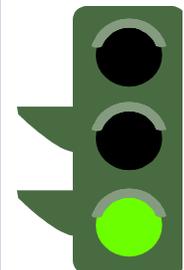
Torino – 12 aprile 2013

ALLEGATO: le principali opzioni regolamentari – inquadramento regolamentare

OPZIONI:

- A. Regolamento autonomo;
- B. Inclusione nei regolamenti esistenti con riferimento alle specifiche materie.

	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none"> • Necessità di replicare alcuni riferimenti/definizioni laddove necessario (es. start up innovativa, ecc.); • visione non sistematica di attività simili (servizi di investimento/offerta al pubblico di prodotti finanziari) dal punto di vista “funzionale” . 	<ul style="list-style-type: none"> • Visione sistematica della regolamentazione sul <i>crowdfunding</i> contraddistinta da forti specificità; • <i>single rule book</i> del fenomeno per gli operatori e per l’attività di vigilanza.
B	<ul style="list-style-type: none"> • Visione non sistematica della regolamentazione sul <i>crowdfunding</i>; • modifica di regolamenti Consob in vigore (coordinamento delle norme regolamentari). 	<ul style="list-style-type: none"> • Collocamento delle regole connesse alla gestione di portali <i>on-line</i> nell’ambito dei servizi e delle attività cui fanno riferimento → visione sistematica dei servizi e altre attività di investimento.

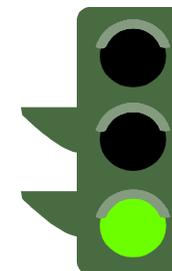


ALLEGATO: le principali opzioni regolamentari - istituzione del registro

OPZIONI:

- A. Registro per i “gestori da autorizzare”;
- B. In aggiunta al registro di cui sopra prevedere una sezione speciale per i “gestori di diritto” (mera efficacia di pubblicità notizia e di certificazione anagrafica).

 OPZIONI	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none">• Impossibilità per start-up o investitori di avere una visione globale dei gestori presenti sul mercato;• problematiche di vigilanza per la Consob (pubblicità sanzioni, ecc.).	-
B	<ul style="list-style-type: none">• Semplice comunicazione da parte dei gestori <i>ipso iure</i> (mera efficacia di pubblicità notizia).	<ul style="list-style-type: none">• Visione globale per start-up o investitori dei gestori presenti sul mercato;• assenza di problematiche di vigilanza per la Consob (visione globale dei gestori, pubblicità sanzioni, contributi di vigilanza, ecc.).

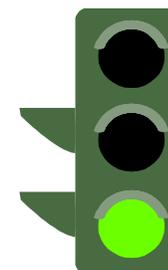


ALLEGATO: le principali opzioni regolamentari – procedimento di iscrizione

OPZIONI

- A. Iscrizione a seguito dell'accertamento dei requisiti di onorabilità e professionalità previsti dal decreto;
- B. Previsione di ulteriori condizioni (relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa).

	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none">• Minore capacità di intervenire <i>ex ante</i> sull'operatività del portale.• Minore tutela per il mercato.	<ul style="list-style-type: none">• Rapidità del procedimento;• riduzione dell'impatto sui gestori in termini di costi di <i>compliance</i>.
B	<ul style="list-style-type: none">• Maggiori costi di <i>compliance</i> per i gestori "potenziali";• Tempi del procedimento maggiori connessi all'accertamento della capacità del gestore di esercitare correttamente l'attività;• maggiore impatto organizzativo per l'Autorità di vigilanza.	<ul style="list-style-type: none">• Possibilità di intervenire sull'operatività incentivando attraverso la <i>moral susasion</i> presidi organizzativi ritenuti più tutelanti;• maggiore <i>know how</i> per le unità organizzative interessate dall'attività di vigilanza;• maggiori tutele per gli investitori retail.



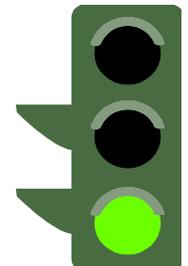
ALLEGATO: le principali opzioni regolamentari – definizione di regole di condotta

OPZIONI

A. Regole di condotta uniformi per i gestori.

B. Applicazione regole MiFID per “gestori di diritto” e regole speciali per “gestori da autorizzare”.

 OPZIONI	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none">• Rischio gold plating per i gestori di diritto;• eccesso di delega rispetto alla normativa primaria.	<ul style="list-style-type: none">• Applicazione di regole di vigilanza uniformi (<i>level playing field</i>, vigilanza per funzioni).
B	<ul style="list-style-type: none">• Approccio di vigilanza per soggetti.	<ul style="list-style-type: none">• Stretta aderenza alla delega prevista dalla normativa primaria;• Riconduzione ad unità della disciplina del crowdfunding nell'alveo delle regole di derivazione MiFID attraverso:<ul style="list-style-type: none">- regole MiFID per i “gestori di diritto”;- regole di condotta peculiari per i “gestori da autorizzare” con applicazione delle regole MiFID – da parte di banche o imprese di investimento - nella fase di esecuzione degli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari.

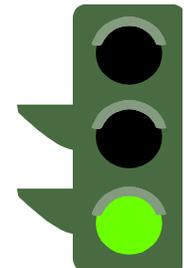


ALLEGATO: le principali opzioni regolamentari - schema per la diffusione delle informazioni

OPZIONI

- A. Predisposizione e standardizzazione dello schema per la diffusione delle informazioni sulle singole offerte delle start-up;
- B. Nessuna standardizzazione e definizione di schema di offerta.

	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none"> • Raccolta delle informazioni richieste; • maggiori costi di <i>compliance</i> per i gestori (di diritto e autorizzati) e per le start up innovative. 	<ul style="list-style-type: none"> • Rapidità del procedimento; • safe harbour per i soggetti vigilati; • assenza di procedimento autorizzatorio/comunicazione a Consob; • set informativo definito e comparabilità fra le offerte; • riduzione delle asimmetrie informative.
B	<ul style="list-style-type: none"> • Set informativo disomogeneo e non comparabile; • assenza di linee guida per i gestori; • rischio di sanzioni elevato. 	<ul style="list-style-type: none"> • Maggiore aderenza ai principi di autonomia decisionale, proporzionalità, agevolazione dell'innovazione e della concorrenza ex art. 6, comma 01) del TUF.

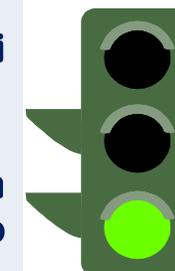


ALLEGATO: le principali opzioni regolamentari - individuazione categoria di investitori professionali

OPZIONI:

- A. clienti professionali privati di diritto e i clienti professionali pubblici di diritto;
- B. Inclusione nel novero dei citati soggetti anche le fondazioni bancarie, società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo di cui all'art. 2 della legge 5 ottobre 1991 n. 317, incubatori di start-up innovative di cui all'art. 25, comma 5, del decreto.

	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none"> Costi di intermediazione. 	<ul style="list-style-type: none"> Preventiva valutazione della redditività/rischiosità dei progetti esposti sul portale effettuata da un soggetto professionale; riduzione asimmetrie informative.
B	<ul style="list-style-type: none"> Costi di intermediazione. 	<ul style="list-style-type: none"> Maggiore aderenza ai principi di autonomia decisionale, proporzionalità, agevolazione dell'innovazione e della concorrenza ex art. 6, comma 01) del TUF; incremento del novero dei soggetti in grado di finanziare la start-up; riduzione asimmetrie informative; valutazione del progetto da parte di soggetti con specifica esperienza nel settore delle start-up innovative.

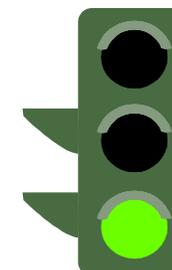


ALLEGATO: le principali opzioni regolamentari - quota di strumenti finanziari da riservare

OPZIONI:

- A. pari al 5% della totalità dell'offerta;
- B. pari al 10% della totalità dell'offerta.

 OPZIONI	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none">• Costi di intermediazione.	<ul style="list-style-type: none">• Minori rischi di reperimento di soggetti professionali disposti ad investire in start-up innovative (credit crunch, requisiti patrimoniali correlati ai rischi assunti);• preventiva valutazione della redditività/rischiosità dei progetti esposti sul portale effettuata da un soggetto professionale;• Maggiori possibilità di accedere al mercato da parte di start up innovative.
B	<ul style="list-style-type: none">• Costi di intermediazione;• maggiori rischi in termini di fattibilità dell'offerta (maggiori barriere).	<ul style="list-style-type: none">• Preventiva valutazione della redditività/rischiosità dei progetti esposti sul portale effettuata da un soggetto professionale.



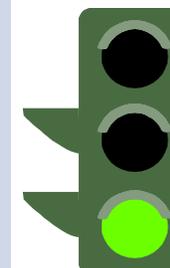
ALLEGATO: le principali opzioni regolamentari – sottoscrizione: requisito o condizione

OPZIONI

A. la sottoscrizione quale requisito per l'ammissione delle offerte sui portali

B. la sottoscrizione quale condizione per il perfezionamento delle offerte

	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none"> • Costi di intermediazione; • condizione ostativa alla fattibilità dell'offerta. 	<ul style="list-style-type: none"> • Maggiore affidabilità ex ante del progetto alla base dell'offerta; • preventiva valutazione della redditività/rischiosità dei progetti esposti sul portale effettuata da un soggetto professionale; • conoscenza ex ante da parte dell'investitore del soggetto professionale sottoscrittore di una quota dell'offerta.
B	<ul style="list-style-type: none"> • Assenza di preventiva valutazione della redditività/rischiosità dei progetti esposti sul portale effettuata da un soggetto professionale; • costi di intermediazione; • maggiore incertezza per l'investimento dei clienti retail. 	<ul style="list-style-type: none"> • Maggiore visibilità della start-up presso gli investitori professionali tramite l'utilizzo del portale (minori rischi di reperimento di soggetti professionali).



ALLEGATO: le principali opzioni regolamentari - tutela degli investitori retail nel caso di cessione delle partecipazioni di controllo”

OPZIONI

- A. Mera informativa agli investitori in presenza di cessione delle partecipazioni di controllo
- B. Previsione del diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni

 OPZIONI	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none">• Minori tutele per gli investitori diversi dai clienti professionali che hanno contribuito con il loro apporto al successo dell'impresa.	<ul style="list-style-type: none">• Incentivazione alla concorrenza;• autonomia negoziale.
B	<ul style="list-style-type: none">• Costi per il soggetto acquirente tenuto a rilevare anche le quote sottoscritte dagli investitori retail.	<ul style="list-style-type: none">• Maggiori tutele per gli investitori diversi dai clienti professionali (tutela del contraente debole);• garantire all'investitore una way out;• tutela prevista dallo statuto delle società.

