

## CONSOB

- *Il bilancio degli oneri*

Alcuni rispondenti alla consultazione hanno sottolineato come la previsione di una *apposita istanza* per richiedere la trasmissione della relazione finale USA costituisca un inutile e gravoso appesantimento del procedimento.

Considerando che la presentazione di deduzioni scritte o la partecipazione all'audizione dinanzi ad USA costituiscono idonee manifestazioni di interesse alla partecipazione al procedimento sanzionatorio, è stato ritenuto di eliminare l'onere (benché non rilevante) per i soggetti interessati. Pertanto, è stato previsto di trasmettere in via automatica la relazione finale USA ai soggetti che nella fase istruttoria abbiano manifestato interesse alla difesa e, implicitamente, alla conoscenza della relazione finale, senza la necessità di sostenere gli oneri connessi ad una apposita istanza.

**CONSOB****Revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali *on-line*.****CONSULTAZIONE PRELIMINARE****19 GIUGNO 2015**

Le risposte alla consultazione dovranno pervenire entro il giorno 10 Luglio 2015:

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

- oppure al seguente indirizzo:

CONSOB  
Divisione Strategie Regolamentari  
Via G. B. Martini, n. 3  
00198 ROMA

I commenti pervenuti saranno valutati ed elaborati ai fini della revisione regolamentare e pubblicati sul sito internet della Consob

- Il Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3 convertito in Legge 24 marzo 2015, n. 33, ha esteso alle PMI innovative (oltreché a OICR e a società che investono prevalentemente in *start-up* e PMI innovative) la possibilità di effettuare offerte di capitale di rischio tramite i portali *on-line*. Ulteriori modifiche hanno ad oggetto l'introduzione di un regime di dematerializzazione del trasferimento delle quote di *start-up* innovative e PMI innovative, in deroga alla disciplina ordinaria, utilizzabile sia in sede di sottoscrizione che di successivo trasferimento delle quote offerte tramite i portali.
- Per dare piena attuazione alle previsioni contenute nel citato Decreto è necessario procedere alla revisione del Regolamento in oggetto per recepire le modifiche apportate alla normativa primaria. Con l'occasione si rende accessibile *on-line* un ipertesto aggiornato che consolida la normativa primaria e secondaria in materia di *equity crowdfunding*.
- In data 31 marzo 2015 sono state acquisite le relazioni annuali sulle attività svolte nel corso dell'anno precedente ed in particolare i dati sull'operatività dei portali (offerte concluse e in corso) attraverso uno schema analitico predisposto dalla Consob. A tale data risultano operativi 6 portali (di cui 1 operante di diritto), rispetto ai 15 autorizzati ad operare sul mercato. Alla medesima data risultavano pubblicate 18 offerte complessive, di cui 4 concluse con il buon esito dell'operazione, 7 chiuse senza successo e 7 ancora in corso. La cifra effettivamente sottoscritta, che costituisce una prima stima del potenziale di raccolta tramite portali *on-line*, ammonta a 1.307.780 di Euro, pari al 49% dell'obiettivo complessivo della

## CONSOB

raccolta (calcolata sulle offerte concluse). A fronte di un contributo non significativo al finanziamento del capitale di rischio delle *start-up* innovative, l'analisi multi-fattoriale porterebbe ad indicare invece la creazione di un ambiente affidabile per gli investitori. Le caratteristiche di questi ultimi sono tali da far ritenere che, in questa prima fase di attuazione della normativa, le adesioni alle offerte pubblicate sui portali *on-line* sia state effettuate soprattutto da soggetti già esperti del settore più che da una "folla" di investitori con scarse conoscenze ed esperienze. Tale considerazione deriva, in primo luogo, dal numero ristretto di sottoscrittori che hanno aderito alle 4 offerte andate a buon fine: 134 soggetti, di cui 16 persone giuridiche, con una media di 33 investitori (circa) per offerta, con un minimo di 3 ed un massimo di 75 adesioni. L'ammontare medio della singola sottoscrizione, ottenuto dividendo il totale della raccolta (1.307.780) per il numero degli investitori (132, tenendo conto di due revoche effettuate), è prossimo ai 10.000 Euro (9.907,42). Un ultimo elemento di valutazione è riferibile al ruolo degli investitori istituzionali. In base ai dati raccolti, essi rappresentano il 4,4% del totale dei sottoscrittori (6 soggetti su 134 tra i quali 1 incubatore). In termini di controvalore, la percentuale in media sottoscritta è pari al 12,42% dell'obiettivo della raccolta, attestandosi su un valore quasi 3 volte superiore al requisito imposto dal Regolamento sull'*equity crowdfunding* (5%).

Per un approfondimento di tali analisi, basata sugli indicatori di risultato evidenziati nella relazione di Analisi di Impatto della Regolamentazione<sup>1</sup> effettuata in occasione dell'approvazione del Regolamento in oggetto, si rinvia al riquadro in appendice.

Dall'analisi delle relazioni annuali si rileva infine l'assenza di reclami effettuati nei confronti dei portali che, unitamente all'assenza di esposti pervenuti alla Consob, rappresenta un primo confortante segnale sulle modalità di svolgimento delle attività poste in essere dai gestori nei confronti di risparmiatori e *start-up*.

- Seppure un anno e mezzo circa di operatività effettiva costituisca un termine temporale troppo breve per una compiuta valutazione sull'efficacia della regolamentazione, le evidenze del primo anno di operatività, anche raffrontate con l'operatività del crowdfunding in paesi stranieri ed in particolare nel mondo anglosassone<sup>2</sup> consentono di affermare che il fenomeno in Italia non è ancora decollato.
- Anche la Commissione Europea e l'ESMA, hanno focalizzato l'attenzione sul *crowdfunding*: la prima attraverso la Comunicazione "Sfruttare il potenziale del crowdfunding"<sup>3</sup>, a cui ha fatto seguito la costituzione di gruppi di studio fra operatori ed esperti della materia e la pubblicazione di una "Guida per le piccole medie imprese. Il Crowdfunding. Cos'è"<sup>4</sup>. L'ESMA a sua volta, in data 18 dicembre 2014, ha pubblicato una *Opinion* per le Autorità Nazionali competenti e un *Advice* per le istituzioni Europee in materia di *investment-based*

<sup>1</sup> <http://webint/main/trasversale/risparmiatori/investor/crowdfunding/index.html> Relazione AIR

<sup>2</sup> Si rinvia al riguardo allo studio della University of Cambridge e EY sulla finanza alternativa in UK e nell'Europa continentale : [http://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user\\_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2015-uk-alternative-finance-benchmarking-report.pdf](http://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2015-uk-alternative-finance-benchmarking-report.pdf) e <https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/understanding-alternative-finance-2014.pdf>.

<sup>3</sup> COM(2014) 172 final del 27 marzo 2014.

<sup>4</sup> [http://ec.europa.eu/growth/access-to-finance/funding-policies/crowdfunding/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/growth/access-to-finance/funding-policies/crowdfunding/index_en.htm)

## CONSOB

*crowdfunding* (raccolta di capitale di rischio o di debito), con la finalità di realizzare una maggiore convergenza regolamentare e di vigilanza nell'Unione Europea<sup>5</sup>.

- Da ultimo anche il *Green Paper* sulla *Capital Market Union* pone l'attenzione al *crowdfunding* quale strumento che dovrebbe contribuire in modo decisivo al finanziamento dell'economia europea anche al di là delle frontiere nazionali, chiedendo se vi siano ostacoli allo sviluppo di piattaforme adeguatamente regolamentate, anche su base transfrontaliera. L'ESMA, nella sua risposta alla consultazione individua il *crowdfunding* fra le possibili aree di regolamentazione nel settore dei mercati finanziari nei prossimi anni<sup>6</sup>.
- La necessità di introdurre talune modifiche al regolamento costituisce dunque l'occasione, da un lato, per avviare un confronto ed un approfondimento sulle sopradescritte novità normative introdotte recentemente dal legislatore primario nonché, dall'altro lato, per condurre, più in generale, una più ampia riflessione sull'impianto regolamentare a circa 2 anni dalla sua entrata in vigore, raccogliendo a tal fine anche le considerazioni da parte degli operatori del settore (gestori di portali, *start-up* innovative, PMI innovative, risparmiatori, investitori professionali, incubatori, ecc.).

Una delle principali innovazioni normative in materia di *equity crowdfunding* introdotte di recente a livello di legislazione primaria riguarda, come ricordato sopra, l'estensione alle PMI innovative della possibilità di effettuare offerte di capitale di rischio tramite i portali *on-line*.

Di conseguenza, dovranno essere introdotte nell'attuale regolamentazione secondaria specifiche previsioni relative ai nuovi soggetti. In proposito, la Consob ritiene che le disposizioni concernenti le regole di condotta attualmente previste possano essere estese, senza particolari modifiche sostanziali, anche alle offerte di strumenti rappresentativi del capitale di PMI innovative. Le medesime regole saranno opportunamente adattate anche con riferimento alle offerte di quote e strumenti finanziari di OICR e di società che investono prevalentemente in *start-up* e PMI innovative.

Inoltre, dall'esperienza maturata in questa prima fase di applicazione della normativa di settore, è emersa la necessità di specificare alcune previsioni del Regolamento Consob.

In particolare, con riferimento ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione in ruoli esecutivi, di direzione e di controllo nella società di gestione del portale, è sorta l'esigenza di prevedere requisiti di professionalità più rigorosi al fine di assicurare che coloro i quali abbiano svolto, per il periodo previsto, attività di amministrazione o di controllo ovvero compiti direttivi presso imprese abbiano in concreto maturato l'esperienza e le competenze necessarie per garantire il corretto ed adeguato funzionamento del sistema.

Inoltre, con riguardo ai soci della società di gestione del portale, è stata riscontrata la necessità di estendere la verifica dei requisiti di onorabilità, oltre che ai soggetti che esercitano il controllo, anche a quelli che detengono una partecipazione qualificata. E ciò al fine di assicurare

<sup>5</sup> <http://www.esma.europa.eu/news/Press-Release-Investment-based-crowdfunding-needs-EU-wide-common-approach>

<sup>6</sup> <http://www.esma.europa.eu/content/ESMA-letter-Commissioner-Hill-ESMA-Response-EC-Green-Paper-CMU>

## CONSOB

adeguati presidi anche nelle società in cui non esistono situazioni di controllo, nemmeno di fatto.

Infine, è stata ravvisata l'esigenza di introdurre una disciplina più articolata e dettagliata sulle politiche di prevenzione dei rischi di frode, anche estendendola espressamente alle frodi relative alle modalità di utilizzo e gestione dei fondi raccolti attraverso le offerte pubblicate sul portale. In quest'ultimo caso, l'obiettivo è quello in particolare di assicurare la più ampia tutela degli investitori anche nella fase successiva alla conclusione dell'offerta.

- Tutto quanto sopra rappresentato deve essere considerato tenendo anche conto della disciplina dettata dalla direttiva 2004/65/UE (c.d. "MiFID II"), di prossimo recepimento, che prevede - per i soggetti che beneficiano dell'esenzione dall'applicazione della stessa direttiva - requisiti più stringenti di quelli attuali con riferimento, tra l'altro, alle condizioni e alle procedure di autorizzazione nonché ai requisiti organizzativi.

Tutto ciò premesso, si chiede ai soggetti interessati, anche sulla base delle informazioni contenute nella sezione "*Analisi dei dati comunicati dai gestori di portali al 31 marzo 2015*", di fornire risposta alle seguenti domande con il supporto di evidenze, in merito alla concreta applicazione della regolamentazione in esame. I contributi dovranno pervenire entro il 10 Luglio 2015.

1. Ritenete che il Regolamento abbia favorito la creazione di un "ambiente" affidabile per l'operatività dei gestori dei portali *on-line*?
2. Rispetto a questa finalità:
  - a. Il "Registro dei Portali" costituisce un efficace strumento di pubblicità e certezza del diritto?
  - b. I "Requisiti" di onorabilità e professionalità dei soci ed esponenti aziendali costituiscono strumenti proporzionati?
  - c. I "Requisiti organizzativi" costituiscono strumenti proporzionati?
  - d. Ritenete che l'introduzione di nuovi soggetti i cui strumenti finanziari possono essere oggetto di offerta richiedano regole di condotta specifiche rispetto a quelle attuali?
  - e. Ritenete opportuna la previsione di disposizioni di dettaglio per la prevenzione delle frodi?
  - f. Gli obblighi relativi alla gestione degli ordini di adesione degli investitori costituiscono presidi proporzionati?
  - g. Gli obblighi informativi relativi alle "Comunicazioni alla Consob" determinano oneri amministrativi proporzionati?
3. Ritenete che il Regolamento abbia determinato una dotazione di strumenti di valutazione del profilo rischio/rendimento e dell'investimento nel suo complesso, idonea a mettere gli investitori diversi dai clienti professionali nelle condizioni di operare scelte consapevoli?

## CONSOB

4. Rispetto a questa finalità:
  - a. Il livello di profondità e standardizzazione delle informazioni sul portale sull'investimento in *start-up* innovative è adeguato?
  - b. Il livello di profondità e standardizzazione delle informazioni sulle *start-up* innovative e sulle singole offerte è adeguato?
  - c. Il "percorso consapevole" disegnato dall'art. 15 del Regolamento costituisce un utile strumento a disposizione dell'investitore o la sua concreta attuazione rappresenta una formalità amministrativa?
  - d. Avete riscontrato difficoltà nell'acquisire informazioni sulle *start-up* innovative in seguito alla chiusura delle offerte?
5. Vi sono ulteriori sintetiche osservazioni, supportate da evidenze concrete, in merito alle tematiche connesse all'applicazione della regolamentazione in esame, in particolare con riferimento al raggiungimento degli obiettivi normativi e alla proporzionalità dei relativi oneri?



## ANALISI DEI DATI COMUNICATI DAI GESTORI DI PORTALI AL 31 MARZO 2015

### 1. I portali e le Start-up

Al 31 marzo 2015 risultano *operativi 6 portali*, 5 dei quali autorizzati dalla Consob ed iscritti nella “sezione ordinaria” del registro (*Stars-up.it, Assitecacrowd.it, Nextequity.it, Smarthub.eu e CrowdFoundMe.it*) ed 1 operante *di diritto* in base alla normativa vigente ed annotato nella “sezione speciale del registro” a seguito della prescritta comunicazione alla Consob (*UnicaSeed.it*). Nel complesso, i portali autorizzati a tale data erano **15**.

Il rapporto fra gestori autorizzati e gestori di diritto risulta molto più elevato di quanto ci si potesse attendere (pari a 14) e, tuttavia, **dei 14 gestori autorizzati solo 5** (pari al 35%) **risultano operativi** al momento della rilevazione, mentre solo 3 (21%) hanno pubblicato offerte andate a buon fine. Tale fatto evidenzia la necessità di svolgere ulteriori approfondimenti per comprendere se le viscosità nell'avvio dell'operatività sono frutto di un fisiologico periodo di adattamento al nuovo ambito competitivo da parte di società che costituiscono esse stesse *start-up*, o possono essere collegati a specifici elementi di onerosità della normativa (o delle sue modalità di attuazione) che limitano il dinamismo dei gestori nella esposizione di offerte al pubblico.

Le ragioni di tali evidenze potrebbero essere rintracciate anche nell'universo delle *start-up innovative* che, pur non essendo soggetti direttamente vigilati dalla Consob, costituiscono attori fondamentali del mercato. In particolare, risultano (al 4 maggio 2015) iscritte nell'apposita sezione del registro delle imprese 3.883 società di cui solo 18 (0,46%) hanno optato per il finanziamento tramite portali *on-line*. L'universo non è particolarmente ampio, anche se in crescita, e sembra poco interessato ad aprire il proprio capitale tramite *equity crowdfunding*. Tale valutazione rimane però parziale e provvisoria, in quanto l'universo delle società che possono accedere all'*equity crowdfunding* è in via di mutamento anche per via delle modifiche legislative che hanno incluso le *PMI innovative* nell'ambito dei soggetti che possono offrire i propri titoli tramite portali *on-line*.

### 2. La mappatura delle offerte

L'universo delle offerte espone su portali *on-line* risulta ancora abbastanza ristretto. Fino al 31 marzo 2015 sono state espone sui portali operativi **18 offerte complessive**. Il capitale richiesto, in **media**, è pari a circa **330.000 Euro** per progetto, con un minimo di 80.000 Euro e un massimo di 750.000 Euro.

Delle 18 offerte espone **4 si sono concluse con il buon esito dell'operazione** (in uno dei tre casi l'importo raccolto è stato anche leggermente superiore rispetto a quanto richiesto).

Delle **14 restanti, 7 si sono chiuse senza successo** mentre **7 risultavano ancora in corso**. Di queste, 2 sono andate a buon fine in data successiva alla data del 31 marzo 2015.

Con riferimento al **periodo di offerta**, i dati mostrano che l'ampiezza varia fra i 2 e i 6 mesi (3 mesi in media).

## CONSOB

Delimitata la cornice delle offerte effettuate, è possibile passare alla valutazione dei dati economici relativi a quelle finora concluse, per comprendere la concreta portata del fenomeno quale strumento per la raccolta di capitale di rischio da parte di *start-up* innovative.

*L'universo delle società emittenti* si presenta piuttosto *eterogeneo* con riferimento al capitale già sottoscritto al momento dell'offerta. Delle 11 società che hanno effettuato **offerte concluse** entro il 31 marzo, 6 presentano un capitale compreso fra i 10.000 e i 25.000 Euro, mentre fra le rimanenti 3 sono ad un livello superiore di circa 10 volte (80.000, 90.000 e 112.000 Euro). Il capitale medio (40.500 Euro circa) risulta pertanto poco rappresentativo.

Quanto al *capitale domandato on-line*, non sembra essere direttamente connesso *all'ammontare del capitale pre-offerta*. Il rapporto fra le due quantità è indicativo sia dell'impatto che l'offerta avrà sulla struttura proprietaria, che dell'intensità con la quale il fondatore ha investito nel progetto, prima di rivolgersi al mercato. L'obiettivo della raccolta è risultato in media pari a 238.763 Euro (circa). Le società più piccole (10.000 – 25.000 Euro di capitale), come è lecito attendersi, sono quelle che hanno fissato obiettivi di raccolta più contenuti (fra i 99.000 e i 250.000) rispetto alle altre 3 sensibilmente più capitalizzate, che hanno richiesto 520.000, 250.000 e 380.000 Euro. Tuttavia, è possibile sostenere che gli emittenti meno capitalizzati siano stati i più "ambiziosi", considerando l'ordine di grandezza della domanda di capitale rispetto al capitale sociale: hanno "chiesto" al *crowdfunding* 10, 15 e anche 20 Euro (circa) per ogni euro di capitale sociale, mentre il rapporto per le altre 3 scende a 7 Euro per la società con 80.000 Euro di capitale, fino a 3 Euro per le due società più capitalizzate.

Considerando le sole offerte concluse, l'obiettivo della raccolta è stato di **2.626.400** Euro (al 31 marzo 2015, risultano inoltre ulteriori 3.368.000 di Euro circa in corso di sottoscrizione). **La cifra effettivamente sottoscritta**, che costituisce una prima stima del potenziale di raccolta tramite portali *on-line*, **ammonta a 1.307.780** di Euro, pari al **49%** dell'obiettivo complessivo della raccolta relativa alle offerte concluse.

Infine, i dati a disposizione hanno consentito di effettuare prime valutazioni sugli *indicatori di correttezza delle attività* svolte dagli operatori del *crowdfunding*, secondo gli indicatori individuati preventivamente ai fini della *Valutazione di Impatto della Regolamentazione (VIR)*. In tal senso, si rileva che alla data del 31 marzo 2015:

- non sono stati adottati *provvedimenti cautelari o sanzionatori* nei confronti dei gestori;
- non risultano *esposti* presentati alla Consob in materia di *crowdfunding*;
- il controvalore delle adesioni per le quali è stata esercitata la *facoltà di revoca dell'adesione* è pari a 10.499 Euro, che corrisponde a meno dell'1% del capitale raccolto.
- Non risultano reclami pervenuti ai gestori in merito all'irregolare esercizio delle loro attività.

Tali indicatori dovranno certamente essere valutati sulla base di dati più consistenti e confrontati con l'analisi dei reclami pervenute ai portali stessi ma costituiscono, allo stato, un primo confortante segnale sulle modalità di svolgimento della propria attività da parte dei gestori dei portali.

## CONSOB

### 3. Le caratteristiche degli investitori

L'analisi dei sottoscrittori è fondamentale per verificare l'aderenza delle loro caratteristiche rispetto a quelle considerate nella predisposizione del Regolamento. In generale, l'*equity crowdfunding* viene associato a differenti modelli, il più diffuso dei quali si basa sull'investimento diretto, di ridotto importo minimo, legato anche e soprattutto a componenti emotive che spingono a "credere" nel fondatore e nel suo potenziale, dove il gestore del portale riveste il ruolo di agevolatore dell'incontro fra domanda e offerta di fondi. Come indicato chiaramente nel nome (*crowd* = folla), il fenomeno è connesso all'ambizione di ripartire il finanziamento fra una *vasta platea di investitori*, che intervengono con somme non rilevanti (evitando anche rischi di cambiamento del controllo ad esito dell'offerta).

In alcuni contesti il fenomeno si avvicina di più all'adesione ad un organismo di investimento collettivo del risparmio, poiché le risorse vengono raccolte direttamente dal gestore, che assume il ruolo di "decisore" nella ripartizione delle stesse fra le imprese che ambiscono alla raccolta.

Al ridursi del numero degli investitori, nonché all'aumentare dell'ammontare medio delle sottoscrizioni, la struttura dell'investimento si avvicina invece al *club deal*: una modalità di acquisizione aziendale da parte di un gruppo di *business angel* e imprese di *private equity*, che uniscono le forze per condividere l'elevato rischio connesso nella fase di sviluppo di una *start-up*. Il *club deal* è solitamente caratterizzato da elementi di opacità (necessari per sfruttare determinate opportunità di investimento) che non lo rendono pienamente sovrapponibile con la dinamica del *crowdfunding*.

Tuttavia, in un sistema finanziario in continua evoluzione, per descrivere il modello che emerge dai primi dati raccolti e di seguito illustrati, è utile ricorrere all'immagine del "*private equity on-line*" o "*club deal on-line*": un numero ridotto di aderenti che intervengono con offerte di ammontare elevato, consentendo comunque alla società emittente di sfruttare i vantaggi potenziali che offre la rete, tramite la presentazione delle offerte sui portali specializzati per ampliare le opportunità di raccolta<sup>7</sup>.

**Tali considerazioni sono basate sui dati delle offerte on-line rappresentati dai gestori di portali operativi**, riclassificati secondo una struttura in grado di fornire indicazioni utili sulle caratteristiche

<sup>7</sup> In tale contesto, è possibile ipotizzare che i *club-dealer* (pochi investitori sofisticati che intervengono con offerte mediamente elevate) non siano disincentivati dall'elevato livello di trasparenza connesso alla raccolta *on-line*, poiché ritengono di poter trarre comunque un *vantaggio competitivo* dalle loro disponibilità finanziarie unite alle specifiche capacità di valutazione dell'investimento rispetto alla generalità dei potenziali sottoscrittori. La "parità di trattamento" da parte dell'emittente, infatti, è una parità formale relativa principalmente alle informazioni messe a disposizione dalla società, che non può eliminare l'asimmetria "sostanziale" legata alla capacità di elaborazione e valutazione delle informazioni stesse. I *club-dealer* potrebbero percepire un disincentivo legato alla possibilità che la pubblicità dell'offerta attiri investitori della loro stessa tipologia ma tale dinamica concorrenziale può essere limitata dalla *start-up* in fase di determinazione dell'ammontare dell'offerta, fissando un obiettivo di raccolta coerente con le esigenze degli investitori sofisticati già interessati all'adesione. L'intervento della "*crowd*", che in questa prima fase *appare residuale*, offre invece la possibilità di includere una categoria di investitori complementari, in grado di ampliare le potenzialità di raccolta.

## CONSOB

degli investitori. I dati fanno riferimento ad un insieme ristretto di casi e, pertanto, non devono essere considerati forieri di conclusioni generali, ma costituiscono evidenze sulla fase introduttiva dell'*equity crowdfunding* in Italia, che potranno certamente essere rivalutate con un orizzonte più ampio e una base dati più ricca.

Per il momento, tuttavia, è possibile evidenziare in primo luogo il **numero ristretto di sottoscrittori** che hanno aderito alle 4 offerte andate a buon fine: **134 soggetti**<sup>8</sup>, di cui **16 persone giuridiche**, con una **media di 33 investitori** (circa) per offerta, con un minimo di 3 ed un massimo di 75 adesioni.

Il campo di variazione entro il quale si attestano le adesioni ci aiuta a comprendere meglio la *struttura medio-alta delle quote sottoscritte*. La quota più bassa delle 134 considerate ammonta a **400 Euro**, mentre la quota più alta a **150.000 Euro**. L'*ammontare medio della singola sottoscrizione*, ottenuto dividendo il totale della raccolta (1.307.780) per il numero degli investitori (132, tenendo conto delle revoche effettuate), è prossimo ai **10.000 Euro** (9.907,42).

Grazie all'indicazione da parte dei gestori di importi minimi, medi e massimi per ciascuna offerta, è possibile approfondire ulteriormente il tema della struttura degli investimenti. La sottoscrizione minima elaborata in media (cioè tenendo conto delle tre sottoscrizioni minime, rilevate per ciascuna offerta dai gestori) risulta pari a **7.097 Euro**. Un dato abbastanza distante, come rappresentato in precedenza, dall'immagine di *equity crowdfunding* prevalentemente affermatasi nel mondo anglosassone, confermato dalla sottoscrizione media e massima che, sempre considerando il valor medio dei tre casi a disposizione, risultano pari (rispettivamente) a **34.351 e 108.072 Euro**.

Nell'ambito di questa analisi sulla struttura dell'offerta di fondi, l'elemento più rilevante dal punto di vista della valutazione di impatto della regolamentazione, risulta la distribuzione degli investitori rispetto alla *soglia di 500 Euro* (**5.000** per le persone giuridiche), identificata dal Regolamento sull'*equity crowdfunding* (articolo 17, comma 4) per l'applicazione delle valutazioni richieste dalla MiFID da parte degli intermediari incaricati dell'esecuzione di un ordine. Alla luce dei dati a disposizione, è possibile evidenziare come gli investimenti sotto soglia riguardino un numero di soggetti (67 su 134) che **"pesano" meno del 4% in termini di controvalore sottoscritto**<sup>9</sup>. Tuttavia la disapplicazione delle regole MiFID ha riguardato un numero ancora più ristretto di soggetti che hanno aderito esclusivamente presso i portali autorizzati (precisamente **31** persone fisiche e **4** persone giuridiche su un totale di **59** adesioni). Ciò in quanto per le adesioni effettuate presso i gestori "di diritto" (**75** adesioni) non opera la distinzione fra adesioni sotto e sopra soglia essendo detti soggetti, in quanto intermediari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento, tenuti in ogni caso ad operare nei confronti degli investitori nel pieno rispetto delle disposizioni ad essi applicabili contenute nel TUF e nella relativa disciplina di attuazione.

<sup>8</sup> Due dei quali hanno successivamente revocato la propria adesione.

<sup>9</sup> In particolare, con riferimento alle sole persone fisiche, si sono verificate 57 adesioni minori di 500 Euro, per un ammontare totale sottoscritto di **27.022 Euro**, a fronte di 59 adesioni "sopra-soglia" che ammontano, in termini di controvalore, a **758.570 Euro**. Considerando, invece, le sole persone giuridiche, osserviamo 10 sottoscrizioni "sotto-soglia" per un ammontare di **23.169 Euro** e 5 "sopra-soglia" per un controvalore di **249.019 Euro**.

## CONSOB

Un ultimo elemento di valutazione è riferibile al *ruolo degli investitori istituzionali*. In base ai dati raccolti, essi rappresentano il 4,4% del totale dei sottoscrittori (6 soggetti su 134 tra i quali 1 incubatore<sup>10</sup>). In termini di controvalore, la percentuale in media sottoscritta è pari al **12,42% dell'obiettivo della raccolta**, attestandosi su un valore quasi 3 volte superiore al requisito imposto dal Regolamento sull'*equity crowdfunding* (5%). Un elemento di forte interesse risiedeva nella possibilità di confrontare lo svolgimento di offerte che fossero nate con la percentuale riservata ai professionali già sottoscritta, rispetto ad altre per le quali tale sottoscrizione fosse stata concretizzata nel corso del periodo d'offerta. Tale confronto non è stato, tuttavia, possibile in quanto in tutti e 4 i casi non era presente *ab origine* la sottoscrizione di (almeno) un investitore professionale. Ciò che si può invece affermare è che la scelta di consentire un approccio flessibile ha certamente avuto un impatto sulla strutturazione delle offerte, in quanto **tutti gli offerenti hanno avviato la propria offerta pur senza la preventiva sottoscrizione di un investitore professionale**. Le società emittenti, in altre parole, hanno dimostrato di ritenere che la preventiva sottoscrizione non costituisce un elemento chiave in grado di determinare il successo dell'operazione, coerentemente con le valutazioni effettuate dalla Consob ad esito della consultazione relativa al Regolamento sull'*equity crowdfunding*. Ad avvalorare la tesi per cui l'adesione di un investitore professionale non costituisce necessariamente una soluzione al problema dell'affidabilità dell'emittente si evidenzia che, l'unica offerta che presentava *ab origine* la sottoscrizione di uno di tali investitori risulta fra quelle non andate a buon fine. In ogni caso, nelle offerte non andate a buon fine, la causa è stata sempre la scarsità di adesioni piuttosto che la mancata sottoscrizione da parte di un investitore istituzionale.

<sup>10</sup> Inoltre 1 fondazione bancaria ha aderito ad un'offerta non andata a buon fine.



**Revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali *on-line*.**

**DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE**

**3 DICEMBRE 2015**

Le risposte alla consultazione dovranno pervenire entro il giorno 11 Gennaio 2016, *on-line* per il tramite del SIFE – Sistema Integrato per l’Estero,

oppure al seguente indirizzo:

**C O N S O B**  
**Divisione Strategie Regolamentari**  
**Via G. B. Martini, n. 3**  
**00198 ROMA**

I commenti pervenuti saranno valutati ed elaborati ai fini della revisione regolamentare e pubblicati sul sito internet della Consob, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della *e-mail*, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati

**I. PREMESSA**

Il 19 Giugno 2015 è stato pubblicato il Documento di Consultazione Preliminare contenente le linee guida per la *revisione del Regolamento in materia di “Raccolta di Capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line”*, una prima valutazione d’impatto basata sugli indicatori di risultato evidenziati nella Relazione di Analisi di Impatto della Regolamentazione<sup>1</sup> e un *questionario* rivolto a tutti i soggetti interessati affinché fornissero evidenze in merito alla concreta applicazione della regolamentazione in esame, in particolare con riferimento alla proporzionalità degli obblighi dalla stessa istituiti.

La necessità di modificare il Regolamento è stata determinata dalle *novità introdotte dal Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3* convertito in Legge 24 marzo 2015, n. 33, che ha esteso alle PMI innovative (oltreché a OICR e a società che investono prevalentemente in *start-up* e PMI innovative) la possibilità di effettuare offerte di capitale di rischio tramite i portali *on-line*.

Tale necessità, inoltre, ha rappresentato l’occasione, da un lato, per avviare un confronto ed un approfondimento sulle novità normative introdotte dal legislatore primario, e dall’altro, per condurre, più in generale, un’ampia riflessione sull’impianto regolamentare a circa 2 anni dalla sua entrata in vigore, raccogliendo a tal fine anche le considerazioni da parte degli operatori del settore

<sup>1</sup> <http://webint/main/trasversale/risparmiatori/investor/crowdfunding/index.html> Relazione AIR

## CONSOB

(gestori di portali, *start-up* innovative, PMI innovative, risparmiatori, investitori professionali, incubatori, ecc.).

### 2. SINTESI DELLE RISPOSTE ALLA CONSULTAZIONE

I 35 contributi pervenuti nel corso del periodo di consultazione possono essere così ripartiti sulla base della matrice di *stakeholder mapping*<sup>2</sup>:

**ALTA INFLUENZA, BASSO INTERESSE:** Assonime, Confindustria, Zitiello e Associati, *Cleary Gottlieb Steen & Hamilton*, AIAF, Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili;

**BASSA INFLUENZA, BASSO INTERESSE:** Ordine dei Commercialisti di Milano, Errelegal, Il Punto *Real Estate*, PINET, Corradini, Gargari, Zanchi, Bava;

**BASSA INFLUENZA, ALTO INTERESSE:** Altroconsumo, Roma *Venture Consult*, Custodi di Successo TV, *D-Namic*, YP OP – Roberto Maviglia, inPOSTE, Zanaboni;

**ALTA INFLUENZA, ALTO INTERESSE:** ABI, ANASF, AISCRIS, *Crowd Advisory*, ASCOMFIDI Piemonte, Frigiolini & *Partners*, Muum Lab, Assogestioni, AIEC<sup>3</sup>, Siamo Soci, Italia *Start-Up*, Lerro & *Partners*, Piattelli *Osborne & Clarke*, più un Rispondente che ha richiesto di rimanere anonimo.

La maggior parte degli intervenuti ha rispettato la struttura dell'indagine così come impostata dall'Istituto, proponendo le proprie **valutazioni sulla proporzionalità delle norme di attuazione della disciplina** e rappresentando **specifiche istanze** in relazione ai nodi ritenuti più critici. Inoltre, la previsione finale di uno spazio lasciato alla libera espressione degli intervenuti ha permesso di acquisire **proposte concrete** per la risoluzione di tali criticità.

Le principali istanze rappresentate in sede di consultazione preliminare sono riportate nei successivi paragrafi, mentre per una sintesi compiuta delle stesse si rinvia all'**Allegato 1**.

<sup>2</sup> La *Stakeholder mapping matrix* costituisce uno degli strumenti essenziali della strategia di consultazione e consente un migliore inquadramento dei risultati. Per un'analisi tecnica dello strumento si rinvia alla pagina [http://ec.europa.eu/smart-regulation/guidelines/tool\\_50\\_en.htm](http://ec.europa.eu/smart-regulation/guidelines/tool_50_en.htm)

<sup>3</sup> Associazione Italiana dell'*Equity Crowdfunding*, costituita nel 2015, alla quale sono associati i seguenti (10) gestori autorizzati: *Assiteca Crowd s.r.l.* - *CrowdfundMe s.r.l.* - *Ecomill s.r.l.* - *Equinvest s.r.l.* - *Fundera s.r.l.* - *Next Equity crowdfunding Marche s.r.l.* - *Stars Up s.r.l.* - *Startzai s.r.l.* - *The ING Project s.r.l.* - *WeAreStarting s.r.l.*



### 3. LE PROPOSTE DI REVISIONE REGOLAMENTARE

In primo luogo il testo regolamentare è stato rivisto per *garantire l'adeguamento* dello stesso *alle modifiche introdotte a livello legislativo*. Tale adeguamento ha riguardato principalmente *l'ambito definitorio* e la disciplina relativa alle *informazioni da rendere al pubblico*, tenendo conto delle *specificità dei nuovi emittenti* inclusi nell'ambito normativo soggettivo: quote o azioni di PMI innovative, di OICR e di società che investono prevalentemente in *start-up* e PMI innovative.

Per le ulteriori modifiche, sono state effettuate valutazioni relative *all'evoluzione del quadro giuridico di riferimento* e alla *proporzionalità degli obblighi* previsti dal Regolamento, con particolare riferimento a quelli relativi *all'esecuzione degli ordini* e alla *sottoscrizione da parte degli investitori professionali* di una quota dell'offerta.

Come evidenziato nel Documento di Consultazione Preliminare, il *contesto normativo* nel quale si sta sviluppando l'*equity crowdfunding* è *fisiologicamente mutevole e incerto*. Il fenomeno è in continua e rapida evoluzione e sussiste una forte incertezza normativa e applicativa con particolare riguardo all'operatività transfrontaliera. Di recente è stata modificata la disciplina delle esenzioni facoltative prevista dalla MiFID II (Direttiva 2004/65/UE), ai sensi della quale sono autorizzati ad operare i gestori di portali *on-line*.

In particolare, con riferimento alla regolamentazione nazionale dei gestori dei portali *on-line*, la principale novità legata alla necessità di integrare la legislazione in sede di recepimento della MiFID II riguarderà, per i gestori che operano "in esenzione", *l'obbligo di adesione ad un sistema di indennizzo o di stipula di un'assicurazione sui rischi professionali*.

Ciò premesso, è necessario evidenziare che *la Commissione Europea sta valutando diversi possibili strumenti di intervento* tra cui quello diretto. L'Italia rappresenta un *benchmark* dal punto di vista regolamentare e, sulla base dell'esperienza nazionale, può fornire un contributo rilevante nella fase ascendente della regolamentazione settoriale.

Con riferimento alla regolamentazione attualmente in vigore, la consultazione preliminare, avviata in data 19 Giugno e conclusa il 10 Luglio 2015, ha consentito di evidenziare una *valutazione sostanzialmente proporzionale degli oneri imposti dal Regolamento da parte degli operatori*. Gli obblighi considerati eccessivamente onerosi sono quelli legati alla sottoscrizione da parte di *investitori professionali* e alle *modalità di esecuzione degli ordini*.

Per quanto riguarda il *primo aspetto*, è stata valutata positivamente la possibilità di estendere il novero dei soggetti rientranti in tale categoria *anche agli investitori professionali su richiesta*, classificati ai sensi della disciplina MiFID dall'intermediario di cui sono clienti (cfr. art. 2, comma 4, lett. j e art. 24, comma 2-*bis* della Proposta di Regolamento riportata nel successivo paragrafo 5). L'inclusione di soggetti che rientrano in tale categoria ai fini della disciplina MiFID è stata valutata l'unica opzione che garantisce *l'aumento dei benefici*, rendendo *meno onerosa* la ricerca di un soggetto professionale in grado di fornire garanzie sulla corretta valutazione dell'operazione. Ulteriori estensioni, pur richieste in sede di consultazione, sono risultate meno percorribili per la difficoltà di qualificare correttamente tali soggetti (ad esempio i *business angels*) dal punto di vista giuridico, che avrebbe comportato un aumento della rischiosità associata alla capacità dello strumento regolamentare di ottenere il beneficio per il quale è stato istituito.

Per quanto riguarda il *secondo aspetto*, si precisa che la regolamentazione attualmente vigente richiede:

## CONSOB

- a) al gestore di somministrare agli investitori un questionario comprovante la piena comprensione delle caratteristiche essenziali e dei rischi principali connessi all'investimento, e
- b) all'intermediario che riceve gli ordini dal portale per la loro esecuzione di valutare anche l'appropriatezza dell'operazione ovvero l'adeguatezza della stessa operazione qualora l'intermediario effettui anche una raccomandazione personalizzata allo stesso investitore con riferimento all'investimento sul portale.

Le conseguenze di tali obblighi *sono state considerate particolarmente significative* in quanto gli investitori, in relazione alle modalità attualmente prescelte dagli intermediari per la stipula dei contratti di investimento, *non possono concludere l'operazione completamente on-line*: per ricevere il giudizio sulla propria esperienza e conoscenza devono farsi "profilare" dalla banca previa la stipula di un contratto di investimento in forma scritta (che, in taluni casi, richiede la presenza fisica dell'investitore) al fine di ricevere un eventuale "avvertimento" circa la non appropriatezza dell'operazione.

Quanto alla profondità del giudizio di appropriatezza, si ricorda che esso è fondato su una valutazione retrospettiva dell'esperienza e della conoscenza del potenziale investitore, mentre non contempla elementi complessi e prospettici quali obiettivi di investimento e profilo di rischio, propri del giudizio di adeguatezza, associato alla prestazione di servizi di investimento (consulenza e gestione di portafogli) il cui svolgimento è precluso ai gestori di portali che operano in regime di esenzione facoltativa. Si ricorda altresì che comunque la valutazione di appropriatezza deve essere effettuata da soggetti necessariamente *dotati di requisiti organizzativi proporzionati* al tipo di attività da svolgere.

Con riferimento alla rilevanza dei rischi connessi alle finalità di vigilanza, si rappresenta che gli strumenti finanziari oggetto di offerta *on-line* su piattaforme di *crowdfunding* sono inquadrabili quanto al profilo di rischio oggettivo come "*molto rischiosi*" e quest'avvertenza è riportata su tutte le schede di offerta e nell'*Investor education* predisposta dalla Consob. Si rappresenta altresì che l'elevata rischiosità degli strumenti in parola rende estremamente probabile la circostanza che, qualora si determini un sostanziale afflusso di investitori al dettaglio alle offerte pubblicate tramite le piattaforme *on-line*, una significativa percentuale degli ordini impartiti ai gestori di portali risulti, ad esito delle valutazioni effettuate, non appropriata.

Secondo quanto sostenuto dagli operatori in consultazione la modalità di esecuzione descritta in precedenza ha evidenziato un *costo sproporzionato al beneficio*, anche alla luce della tipologia di investitori che concretamente si sono avvicinati, in questa prima fase di sviluppo, all'*equity crowdfunding*, caratterizzati da un importo offerto in media pari a 10.000 euro. Le valutazioni effettuate consentono di supportare tale rappresentazione e di rivedere il Regolamento semplificando la procedura e riducendo i costi di transazione in modo da rendere possibile la conclusione delle operazioni integralmente *on-line*, ove i gestori fossero concretamente attrezzati a sostenere le verifiche necessarie per valutare l'appropriatezza dell'operazione.

D'altra parte, coerentemente con il processo di revisione della MiFID II, in seguito alle modifiche prospettate, dovrà necessariamente essere *rafforzata l'attività di vigilanza sui gestori di portali* che operano in esenzione, la cui attività assumerà caratteristiche più simili, sotto il profilo del rapporto con i clienti, a quelle degli intermediari autorizzati (SIM e banche), fermo restando che gli stessi non sono autorizzati a maneggiare fondi e strumenti finanziari per conto dei clienti medesimi. In tal modo, parte degli oneri della modifica saranno assorbiti dalla Consob, attraverso la propria attività di vigilanza.

## CONSOB

In sintesi, la modifica alla disciplina dell'esecuzione degli ordini prevede:

- che i gestori potranno (*opt-in*) **effettuare la verifica di appropriatezza** dotandosi dei **requisiti necessari** a tal fine, estendendo le tutele a tutte le operazioni in ragione del regime proporzionato che **consentirà agli investitori di concludere l'operazione integralmente on-line**;
- ove i gestori non intendano effettuare tale verifica (*default*), l'applicazione delle **regole MiFID** da parte delle banche e delle imprese di investimento che ricevono gli ordini **non più in aggiunta ma in sostituzione del "questionario"** da compilare sul sito.

Resta inteso che la scelta del gestore di effettuare la verifica in proprio o attraverso la banca o impresa di investimento a cui viene trasferito l'ordine, che potrà essere effettuata in occasione della domanda di autorizzazione o in un successivo momento, dovrà avere applicazione generale con riferimento a tutte le offerte pubblicate sul portale. Al fine di consentire ai gestori già autorizzati di adeguare le proprie procedure per effettuare la profilatura dei clienti, è previsto che gli stessi comunichino alla Consob l'intenzione di svolgere direttamente tale attività 60 giorni prima di avviarla, unitamente alla descrizione delle relative procedure (art. 21, comma 1-bis).

Per completezza, vengono illustrate di seguito le modifiche nel complesso apportate al Regolamento oggetto del presente Documento di Consultazione con l'obiettivo di:

- **recepire i cambiamenti della normativa primaria** intervenuta in data 24 gennaio 2015, che riguardano l'estensione del novero degli offerenti e gli obblighi di informativa (artt. 2, 13, 15, 16 e relativo allegato n. 3, 19, 23, 24, 25);
- **tenere conto di alcune esigenze emerse in sede di vigilanza** relative al procedimento di autorizzazione (artt. 5, 7, 8, 10, 11-bis, 14 e allegato n. 1);
- **accogliere le principali esigenze emerse in sede di consultazione**:
  - estensione del novero degli investitori professionali (artt. 2, 20 e 24)
  - modifica della disciplina di esecuzione degli ordini (artt. 13, 15, 17, 21 e allegato n. 2).

In particolare, per **recepire i cambiamenti della normativa primaria**:

- è stato **modificato il titolo** stesso del Regolamento, eliminando il riferimento alle *start-up* innovative, facendo riferimento più genericamente di "Raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line*";
- **la definizione di "emittente"** [attualmente presente nell'art. 2, comma 1, lett. c)] è stata **sostituita con quella di "offerente"**, in grado di ricomprendere al suo interno, oltre alle *start-up* innovative anche i nuovi soggetti introdotti nell'art. 50-*quinquies* del TUF e, in particolare, gli OICR e le altre società che investono prevalentemente in *start-up* e PMI innovative; conseguentemente, nelle **definizioni di "portale" e di "gestore"** [rispettivamente art. 2, comma, 1, lett. d) ed e)] il riferimento alle "*start-up* innovative" è stato sostituito con il **riferimento agli "offerenti"**; analoghe modifiche sono state apportate negli artt. 13, comma 2, 16, comma 1, lett. a), 17, comma 6, 19, comma 1, 25, comma 1 e nell'art. 23, comma 1, lett. b), n. 1, nonché nell'allegato 3;
- **la definizione di "strumenti finanziari"** e, conseguentemente, quella di "offerta" [rispettivamente contenute nell'art. 1, comma 2, lett. h) e g)] sono state modificate al fine di **ricomprendervi gli strumenti finanziari** offerti dalle nuove categorie di soggetti;
- l'art. 15 è stato modificato per **estendere il regime informativo** attualmente previsto per gli