

RELAZIONE ILLUSTRATIVA
DELLE CONSEGUENZE SULL'ATTIVITÀ DELLE IMPRESE E DEGLI
OPERATORI E SUGLI INTERESSI DEGLI INVESTITORI E DEI
RISPARMIATORI, DERIVANTI DALLE MODIFICHE AL
REGOLAMENTO SULLA RACCOLTA DI CAPITALI DI RISCHIO
TRAMITE PORTALI *ON-LINE*

25 Febbraio 2016

1. Le attività di Valutazione di Impatto della Regolamentazione

A partire dall'entrata in vigore del "Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line* approvato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013" (di seguito anche il "**Regolamento**") la Consob ha avviato un'attività di *monitoraggio* basata, principalmente, sulla *raccolta di dati* necessari per la *quantificazione del set di indicatori di valutazione* esplicitato nella Relazione sull'attività di Analisi di Impatto e sugli Esiti della procedura di consultazione pubblicata insieme al Regolamento.

Sulla base delle *evidenze empiriche raccolte* e pubblicate, in data 19 giugno 2015, in occasione della *consultazione preliminare* sul Regolamento, è stato possibile fornire una prima risposta alle domande poste in sede di analisi.

In particolare, i dati a disposizione hanno supportato una *valutazione sostanzialmente proporzionale* degli *oneri* introdotti dal Regolamento e la capacità dello stesso di *contribuire alla creazione di un ambiente affidabile*. Le evidenze empiriche raccolte, hanno inoltre suggerito che, in questa prima fase di introduzione dell'*equity crowdfunding*, gli *investitori intervenuti sembrano caratterizzati da un buon livello di conoscenza ed esperienza*, e che gli investitori istituzionali, per come è stata costruita la loro partecipazione alle offerte, *non avessero portato benefici proporzionali rispetto ai relativi oneri per gli operatori*.

Rispetto a tali evidenze, tuttavia è emersa una ridotta operatività dei gestori, evidenziata da un numero ristretto di offerte pubblicate sui portali *on-line*.

Tali valutazioni sono state trasposte in un *questionario* volto ad acquisire opinioni ed evidenze in merito da parte degli operatori e di tutti gli interessati, al quale hanno risposto 35 soggetti, classificati in base alla tecnica dello *Stakeholder mapping*, che ha permesso di raccogliere le opinioni e i contributi di soggetti in grado di esprimere valutazioni attendibili sull'onerosità degli obblighi imposti dal regolamento.

La consultazione preliminare ha consentito di evidenziare una *valutazione sostanzialmente proporzionale* degli oneri imposti dal Regolamento da parte degli operatori. Gli obblighi considerati *eccessivamente onerosi* sono risultati quelli legati alla *sottoscrizione da parte di investitori professionali* e alle *modalità di esecuzione degli ordini*. Tali criticità sono state indentificate, insieme ad altre di natura non regolamentare ma culturale, fra le determinanti della *scarsa diffusione dello strumento* e, quindi, dei benefici contenuti apportati alla *policy* di sostegno all'innovazione espressa nella legge delega, come modificata dal Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3 convertito in Legge 24 marzo 2015, n. 33.

Sulla base di tale percorso di valutazione sono stati analizzati i **problemi emersi** e sono state definite **opzioni alternative di intervento** volte a **rafforzare le tutele** che hanno effettivamente contribuito a creare un ambiente affidabile, ricercando soluzioni normative atte a determinare una **minore onerosità** per tutti gli operatori coinvolti. Fra queste sono state selezionate quelle in grado di massimizzare il rapporto fra benefici e costi, incentivare l'investimento consapevole e favorire la prestazione di un servizio di qualità da parte dei portali.

Per quanto riguarda gli **investitori istituzionali**, 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.

Per quanto riguarda le **modalità di esecuzione degli ordini**, le valutazioni effettuate hanno condotto a rivedere il Regolamento, introducendo la possibilità per i gestori di effettuare direttamente le verifiche necessarie per valutare l'appropriatezza dell'operazione per gli investitori, **semplificando la procedura** e riducendo i costi di transazione in modo da favorire la conclusione delle operazioni integralmente *on-line*, ove i gestori scelgano la suddetta opzione..

Il Regolamento così riformato è stato **posto in consultazione** dal 3 Dicembre 2015 all'11 Gennaio 2016. In questo caso sono pervenuti 15 contributi, classificati ed analizzati dalla Consob con l'obiettivo di definire **eventuali correttivi** alla bozza di Regolamento in vista della approvazione definitiva. Circa il 70% degli intervenuti ha espresso una valutazione positiva sulla Bozza di Regolamento pubblicata, oltre che sulla metodologia di consultazione utilizzata dalla Consob (nei rimanenti casi non sono state fatte valutazioni generali ma solamente su parti del testo).

Ad esito della consultazione, è stata approfondita l'opzione di un **ulteriore allargamento del novero dei soggetti** da includere fra quelli legittimati a sottoscrivere una quota dell'offerta in qualità di investitori "guida". Alla luce dei dati e delle opinioni prese in considerazione è stata valutata positivamente l'inclusione di una nuova categoria di soggetti da definire in base a criteri oggettivi, basati sui requisiti MiFID per gli investitori professionali su richiesta adattati allo specifico contesto di attività.

2. Le conseguenze sugli interessi di investitori e risparmiatori delle modifiche regolamentari poste in consultazione.

Il Documento "Esiti della Consultazione" di cui questa Relazione costituisce, ai sensi dell'art. 23, secondo comma, della legge n. 262 del 28 dicembre 2005, necessario completamento, espone le **modifiche definitivamente apportate** al Regolamento, da cui derivano le seguenti conseguenze:

- **ampliamento** potenziale dell'*ambito soggettivo* degli offerenti;
- **ampliamento** degli *strumenti finanziari* potenzialmente oggetto di offerta;
- **definizione più puntuale** del procedimento di autorizzazione e dei poteri della Consob nei confronti dei gestori;
- introduzione della possibilità, per i *gestori* che si dotino dei necessari requisiti organizzativi, di effettuare la **valutazione di appropriatezza (opt-in)**, consentendo in tal caso che le banche e imprese di investimento curino esclusivamente l'esecuzione delle operazioni (senza necessità di stipulare un contratto quadro);
- **ampliamento e specificazione** delle *informazioni* relative alla **gestione del portale** da fornire agli investitori potenziali;
- **ampliamento e specificazione** delle *informazioni* relative alle **singole offerte** da fornire agli investitori potenziali;
- **eliminazione**, per i gestori che **non** scelgano di effettuare la valutazione di appropriatezza, della necessità di somministrare un **questionario** comprovante la piena comprensione delle caratteristiche e dei rischi degli strumenti, valutata come una duplicazione delle attività che, in tali casi, le banche e le imprese di investimento dovranno continuare a svolgere nei confronti degli investitori in applicazione della “disciplina MiFID”;
- **estensione della valutazione di appropriatezza**, in caso di *opt-in*, a tutte le operazioni di investimento, anche “sotto-soglia”;
- **rafforzamento della separatezza** fra il patrimonio dell'offerente e i fondi raccolti, fino alla chiusura dell'offerta;
- previsione di un apposito schema, predisposto dalla Consob, per **ridurre ulteriormente gli oneri amministrativi** connessi alla comunicazione (elettronica) annuale di dati da parte dei portali;
- **ampliamento dell'ambito soggettivo** relativo ai soggetti legittimati a sottoscrivere la **quota riservata** agli investitori professionali e alle **particolari categorie di investitori individuate dalla Consob** ai fini del perfezionamento dell'offerta, dapprima (consultazione preliminare) ai “clienti professionali su richiesta” definiti dalla MiFID e, in seguito (consultazione sul testo regolamentare) alla nuova categoria degli “**investitori a supporto dell'innovazione**” definita sulla base di requisiti oggettivi identificati a seguito di analisi e approfondimenti basati (anche) sui contributi pervenuti in sede di consultazione.

Tali modifiche, nei confini dettati dalla legge delega, sono volte a perseguire, a beneficio degli investitori, una **maggiore efficacia dell'informativa**, una **estensione dei presidi** connessi alla

prestazione del servizio, *riducendo gli oneri* determinati da alcuni elementi procedurali che si sono rivelati eccessivamente gravosi. Il raggiungimento di tale obiettivo gioca un ruolo decisivo affinché l'*equity crowdfunding* possa rivelarsi uno strumento *più efficace come fonte alternativa* di raccolta per le imprese innovative.

La realizzazione quantitativa dei Benefici e dei Costi attesi dipenderà, in termini aggregati, dall'effettiva *volontà dei gestori di esercitare l'opt-in*, oltre che dall'interesse che le imprese e gli investitori esprimeranno per lo strumento di finanziamento alternativo, alla luce delle nuove disposizioni e, più in generale, della progressiva presa di coscienza delle sue potenzialità (euristica della "familiarità").

<i>BENEFICI ATTESI</i>	<i>COSTI ATTESI</i>
<p><i>Maggiori possibilità di investimento (e di finanziamento per le imprese innovative)</i></p> <p><i>Maggiore qualità del servizio offerto dai gestori autorizzati</i></p> <p><i>Aumento delle operazioni sottoposte al giudizio di appropriatezza</i></p> <p><i>Eliminazione delle duplicazioni fra "questionario" e "giudizio di appropriatezza"</i></p> <p><i>Rafforzamento della separazione fra patrimonio dell'offerente e i fondi raccolti, fino alla chiusura dell'offerta</i></p> <p><i>Riduzione dei costi di transazione e possibilità di concludere le operazioni on-line</i></p> <p><i>Riduzione degli oneri legati al perfezionamento dell'offerta, per l'ampliamento del novero dei soggetti legittimati</i></p> <p><i>Riduzione degli oneri amministrativi</i></p>	<p><i>Adeguamento della struttura organizzativa dei gestori</i></p> <p><i>Elaborazione e pubblicazione dati e informazioni</i></p>

3. Il bilancio degli oneri

Per quanto riguarda gli *Oneri Amministrativi*, il Regolamento sull'*equity crowdfunding* approvato nel Giugno del 2013 era stato disegnato sulla base di quanto appreso dall'Istituto nell'ambito del proprio progetto di misurazione degli oneri, con la finalità di minimizzare l'impatto per i gestori autorizzati legato alla necessità di produrre e trasmettere dati nei confronti della Consob. Tale

obiettivo era stato ottenuto prevedendo la comunicazione elettronica di tutti i dati (tramite un'apposita casella di posta elettronica certificata), compresi i documenti relativi al procedimento di autorizzazione, e la razionalizzazione degli obblighi informativi in un unico articolo, rubricato “*Comunicazioni alla Consob*”, organizzato in tre commi che distinguono le comunicazioni “*ad evento*” relative alla società (1) e all'attività (2), da quelle periodiche (3), da effettuarsi entro il 31 marzo di ogni anno.

La “consultazione preliminare” ha evidenziato la proporzionalità di tali obblighi. Per accrescere ulteriormente l'efficiente trasmissione dei dati sull'operatività dei portali, è stato previsto che l'invio annuale degli stessi avvenga secondo uno *schema predisposto dalla Consob*, in modo da agevolare, da una parte, l'attività di elaborazione e trasmissione dati da parte dei gestori e, dall'altra, la fruibilità degli stessi da parte dell'Istituto.

Alla luce di quanto esposto, la revisione regolamentare è andata oltre il ristretto perimetro degli Oneri Amministrativi, concentrandosi sugli *Oneri di Conformità sostanziale, costi sostenuti dai cittadini o della imprese per adeguare il proprio comportamento, la propria attività, il proprio processo produttivo o i propri prodotti a quanto previsto dalla normativa*, a prescindere dai dati che dovranno elaborare, trasmettere e conservare per consentire i necessari controlli da parte delle autorità amministrative.

In tale prospettiva allargata, il bilancio degli oneri evidenzia una riduzione dei *costi regolatori*¹ connessa a:

- la *riduzione dei costi di transazione* e, in generale, degli obblighi connessi alla conclusione delle operazioni (che ci si attende più pronunciata in caso di *opt-in* dei gestori, ma che si determinerà anche in assenza di tale scelta, per l'eliminazione del “questionario” da sottoporre ai clienti, valutato come una duplicazione degli “obblighi MiFID”);
- la *riduzione degli oneri legati al perfezionamento dell'offerta*, per l'ampliamento del novero dei soggetti legittimati e per una loro ridefinizione secondo caratteristiche legate alla specificità del processo di investimento in società innovative.

¹ Gli oneri regolatori corrispondono alla somma dei costi di conformità sostanziale e degli oneri amministrativi. Per un approfondimento si rinvia al Programma per la misurazione e la riduzione degli oneri amministrativi, degli oneri regolatori e dei tempi contenuto nel D.P.C.M. del 28 Maggio 2014, disponibile alla pagina web <http://www.funzionepubblica.gov.it/media/1173342/dpcm%2028%20maggio%202014%20programma%20oneri%20amministrativi.pdf>