

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:

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

- Il Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3 convertito in Legge 24 marzo 2015, n. 33, ha esteso alle PMI innovative (oltretutto 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

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 Regolamentazione¹ 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 anglosassone² 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*"³, 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*"⁴. 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*

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

² 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 e <https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/understanding-alternative-finance-2014.pdf>.

³ COM(2014) 172 final del 27 marzo 2014.

⁴ http://ec.europa.eu/growth/access-to-finance/funding-policies/crowdfunding/index_en.htm

crowdfunding (raccolta di capitale di rischio o di debito), con la finalità di realizzare una maggiore convergenza regolamentare e di vigilanza nell'Unione Europea⁵.

- 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 anni⁶.
- 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

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

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

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?

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 esposte su portali *on-line* risulta ancora abbastanza ristretto. Fino al 31 marzo 2015 sono state esposte 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 esposte **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).

Delineata 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.

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 raccolta⁷.

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

⁷ 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.

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**⁸, 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 affermata 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**⁹. 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.

⁸ Due dei quali hanno successivamente revocato la propria adesione.

⁹ 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**.

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 incubatore¹⁰). 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.

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