

*Attuazione dell'articolo 30 del d.l. n.
179/2012: Analisi dell'Impatto della
Regolamentazione e Piano di Lavoro*

Roma, 1° febbraio 2013

*Divisione Strategie Regolamentari
Ufficio Analisi di Impatto della Regolamentazione*

SOMMARIO

1. - Introduzione

- **l'Analisi di Impatto della Regolamentazione nell'attuazione dell'art. 30 del d.l. n. 179/2012: fasi e funzioni**

2. - La disciplina della gestione dei portali

- **i requisiti di professionalità per gli esponenti apicali dei gestori di portali iscritti al registro Consob**
- **le regole di condotta nei rapporti con gli investitori**

3. - La disciplina delle offerte attraverso portali

- **definizione della disciplina applicabile**
- **riserva obbligatoria per la sottoscrizione di una quota dell'offerta da parte degli investitori professionali**
- **eventuale definizione di particolari categorie di investitori**
- **tutela investitori non professionali per trasferimento del controllo societario della *start-up***

4. – Piano di lavoro

Introduzione



Allarghiamo lo sguardo:alcuni dati sulle esperienze straniere (fonte: Ricerca
Crowdsourcing LLP, 2012)

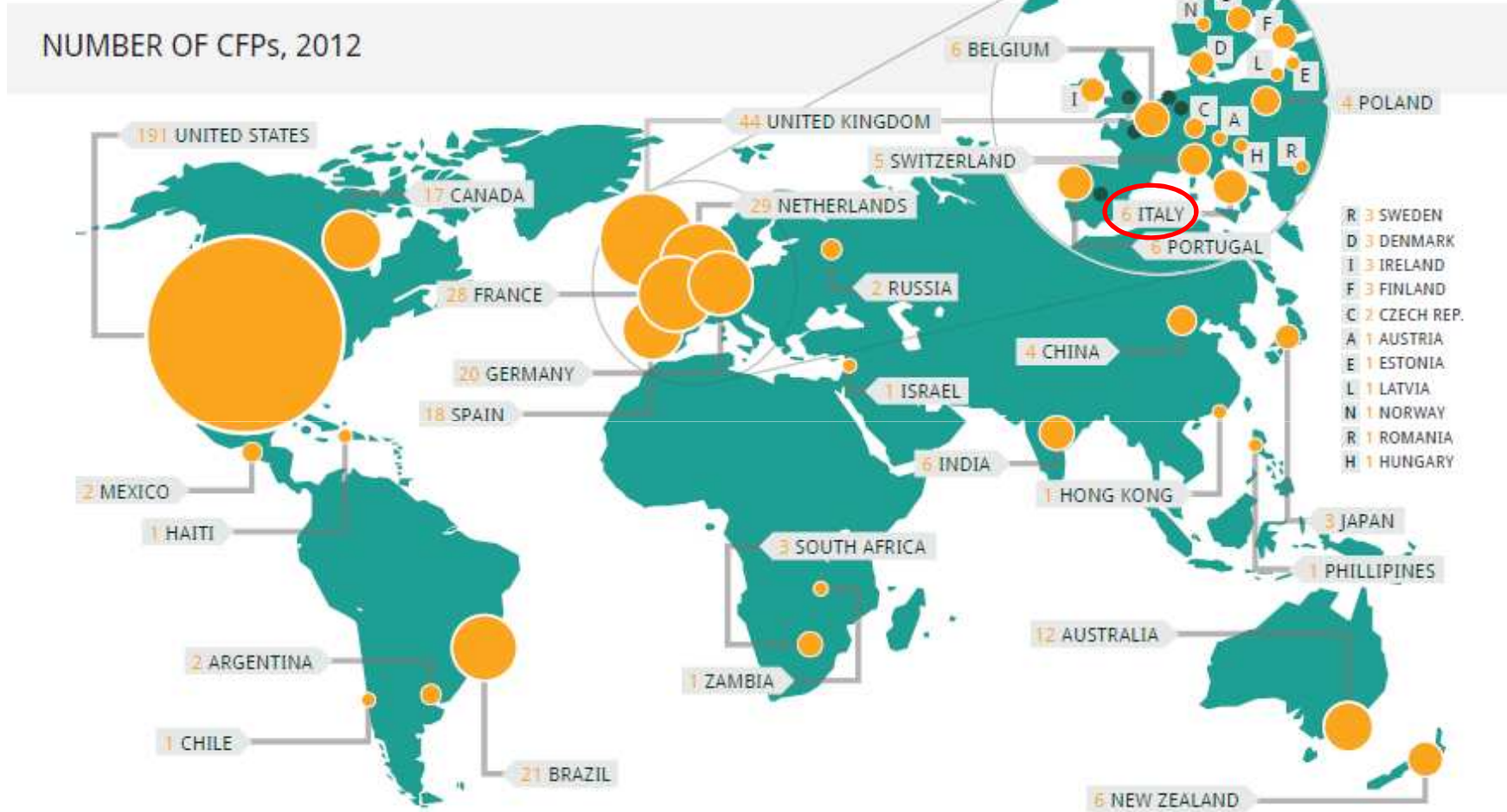
Il *crowdfunding* nasce in Australia; è piuttosto diffuso negli USA in particolare nel modello di donazione o *reward based*, ma vi sono anche piattaforme di *lending* ed *equity*.

Per quanto riguarda l'Europa, le esperienze più significative (**77%** delle piattaforme) di *crowdfunding* si trovano in **5 paesi**: UK (44), Olanda (29), Francia (28), Germania (20), e Spagna (18) ma il fenomeno è rappresentato in ciascun Paese con la presenza di almeno una piattaforma.

Nel **2011** le **191 piattaforme USA** hanno raccolto circa **656 milioni di euro** (857 milioni di dollari), mentre le **181 europee** hanno raccolto **458 milioni** di euro (584 milioni di dollari).

Nel complesso le **452** piattaforme esistenti al mondo hanno raccolto più di 1 miliardo di euro nel 2011, dei quali l'8% è rivolto all'azionario e circa il **40% è relativo a strumenti di debito**. **Per l'anno 2012 la stima è superiore ai 2 miliardi di euro**, con una crescita complessiva del 91%, soprattutto con riferimento ai modelli *equity* (con un incremento del 300%, principalmente in Europa) e *lending based* (con un incremento del 75% e una raccolta vicina al miliardo di euro).

La “mappa” delle piattaforme nel mondo....



Source: Based on Crowdsourcing.org Directory of Sites as of April 2012

Su quali attività hanno investito gli italiani negli ultimi 15 anni?

(fonte: Banca d'Italia)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Biglietti monete	2,39%	2,21%	2,05%	1,93%	1,98%	1,93%	1,60%	1,51%	1,75%	1,90%	2,02%	2,15%	2,31%	2,59%	2,82%	2,99%
Depositi bancari	30,19%	28,04%	22,63%	18,42%	16,27%	15,39%	16,64%	16,66%	16,64%	15,80%	15,45%	16,17%	17,08%	18,48%	18,62%	18,26%
di cui: conti correnti	11,23%	10,86%	10,21%	9,43%	9,00%	8,65%	9,66%	10,35%	10,80%	10,54%	10,41%	10,57%	10,78%	11,70%	13,55%	13,74%
Risparmio postale	6,19%	6,21%	5,85%	5,52%	5,68%	5,57%	6,43%	6,64%	7,09%	7,20%	7,16%	7,24%	7,65%	7,94%	8,56%	8,96%
di cui: conti correnti	0,23%	0,17%	0,14%	0,12%	0,10%	0,09%	0,25%	0,28%	0,42%	0,52%	0,57%	0,59%	0,59%	0,63%	0,68%	0,69%
Titoli	23,11%	25,36%	25,16%	20,38%	15,96%	16,73%	19,07%	20,74%	20,06%	20,91%	19,74%	18,78%	19,77%	20,84%	20,81%	19,81%
titoli pubblici italiani	18,92%	18,36%	16,09%	11,04%	6,17%	6,51%	8,17%	9,75%	7,88%	8,78%	7,40%	6,67%	7,15%	7,06%	5,81%	5,84%
<u>obbligazioni private italiane</u>	2,36%	4,95%	6,63%	6,98%	6,10%	6,89%	7,15%	7,53%	8,77%	8,71%	8,04%	7,95%	8,41%	9,49%	10,50%	10,19%
<u>di cui: obbligazioni bancarie</u>	2,11%	4,62%	6,36%	6,61%	5,88%	6,58%	6,92%	7,30%	8,07%	8,22%	7,54%	7,53%	8,11%	9,27%	10,30%	10,12%
titoli esteri	1,83%	2,05%	2,44%	2,35%	3,68%	3,33%	3,75%	3,46%	3,41%	3,42%	4,30%	4,16%	4,22%	4,29%	4,50%	4,59%
Prestiti dei soci alle cooperative	0,32%	0,32%	0,31%	0,29%	0,30%	0,28%	0,31%	0,32%	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%	0,37%	0,39%	0,42%	0,44%
Azioni e partecipazioni in società di capitali	14,65%	13,65%	16,44%	20,18%	23,97%	24,95%	21,78%	20,35%	18,75%	18,85%	20,43%	21,23%	19,02%	19,39%	16,55%	15,48%
azioni e partecipazioni	13,16%	12,19%	14,43%	17,78%	21,62%	22,42%	19,61%	18,77%	17,29%	17,57%	19,21%	20,06%	18,00%	18,50%	15,80%	14,65%
<u>di cui: azioni quotate</u>	2,90%	2,76%	4,17%	5,90%	5,45%	5,49%	2,89%	1,94%	2,67%	2,22%	2,55%	2,64%	2,57%	1,72%	2,23%	1,98%
azioni e partecipazioni estere	1,49%	1,46%	2,01%	2,40%	2,35%	2,53%	2,18%	1,58%	1,46%	1,28%	1,23%	1,17%	1,02%	0,89%	0,74%	0,83%
di cui: azioni quotate	1,05%	1,02%	1,41%	0,75%	1,18%	1,48%	1,19%	0,75%	0,72%	0,65%	0,65%	0,65%	0,53%	0,32%	0,34%	0,40%
Partecipazioni in quasi-società⁽¹⁾	5,28%	4,70%	4,99%	5,65%	5,39%	5,02%	4,98%	5,24%	5,41%	5,62%	5,34%	5,36%	5,98%	6,34%	5,86%	5,89%
Fondi comuni	3,90%	5,55%	8,90%	14,77%	17,22%	16,03%	13,90%	12,24%	12,27%	11,20%	10,69%	9,78%	8,64%	5,16%	6,09%	6,62%
Riserve tecniche di assicurazione ⁽²⁾	9,95%	10,05%	9,89%	9,86%	10,58%	11,11%	12,57%	13,53%	14,92%	15,46%	16,00%	16,28%	16,37%	15,89%	17,41%	18,59%
di cui: fondi pensione	5,89%	5,66%	5,21%	4,82%	4,75%	4,68%	5,03%	5,15%	5,32%	5,27%	5,29%	5,37%	5,55%	5,68%	5,87%	6,00%
di cui: riserve ramo vita	3,23%	3,52%	3,85%	4,20%	4,99%	5,58%	6,61%	7,43%	8,62%	9,22%	9,76%	9,95%	9,83%	9,27%	10,58%	11,61%
Altri conti attivi	0,56%	0,53%	0,48%	0,43%	0,42%	0,43%	0,18%	0,23%	0,22%	0,21%	0,32%	0,21%	0,26%	0,24%	0,24%	0,23%
Crediti commerciali	3,46%	3,40%	3,30%	2,58%	2,23%	2,56%	2,54%	2,53%	2,54%	2,50%	2,49%	2,45%	2,55%	2,75%	2,62%	2,74%

La predisposizione delle disposizioni attuative in materia di *crowdfunding* richiede il preliminare svolgimento di un'attenta analisi d'impatto

L'attività di Analisi dell'impatto della regolamentazione ha un contenuto **interdisciplinare** ed interessa sia gli aspetti **economico-quantitativi** che quelli più **giuridici** del fenomeno da disciplinare ed è svolta pertanto nell'ambito di una **collaborazione** tra gli Uffici AIR e Regolamentazione della Divisione Strategie Regolamentari, utilizzando anche le competenze e le specializzazioni degli altri Uffici della Consob.

Le Fasi e le funzioni:

- 1) iniziale raccolta** di informazioni e dati (questionario conoscitivo pubblicato sul sito Consob il 21 gennaio con scadenza per le risposte all'**8 febbraio**)
- 2) successivo **utilizzo** delle informazioni e dei dati raccolti (*evidence based regulation*) per la individuazione delle cc.dd. "**opzioni regolamentari**" da abbinare ai diversi aspetti regolamentari oggetto di delega (i.e. requisiti di iscrizione al registro, gestione del medesimo, vigilanza dei soggetti ivi iscritti nonché regole di condotta che i gestori dei portali debbono rispettare nelle relazioni con gli investitori e regole applicabili alle offerte che si svolgono tramite piattaforme *on-line*)

(segue)

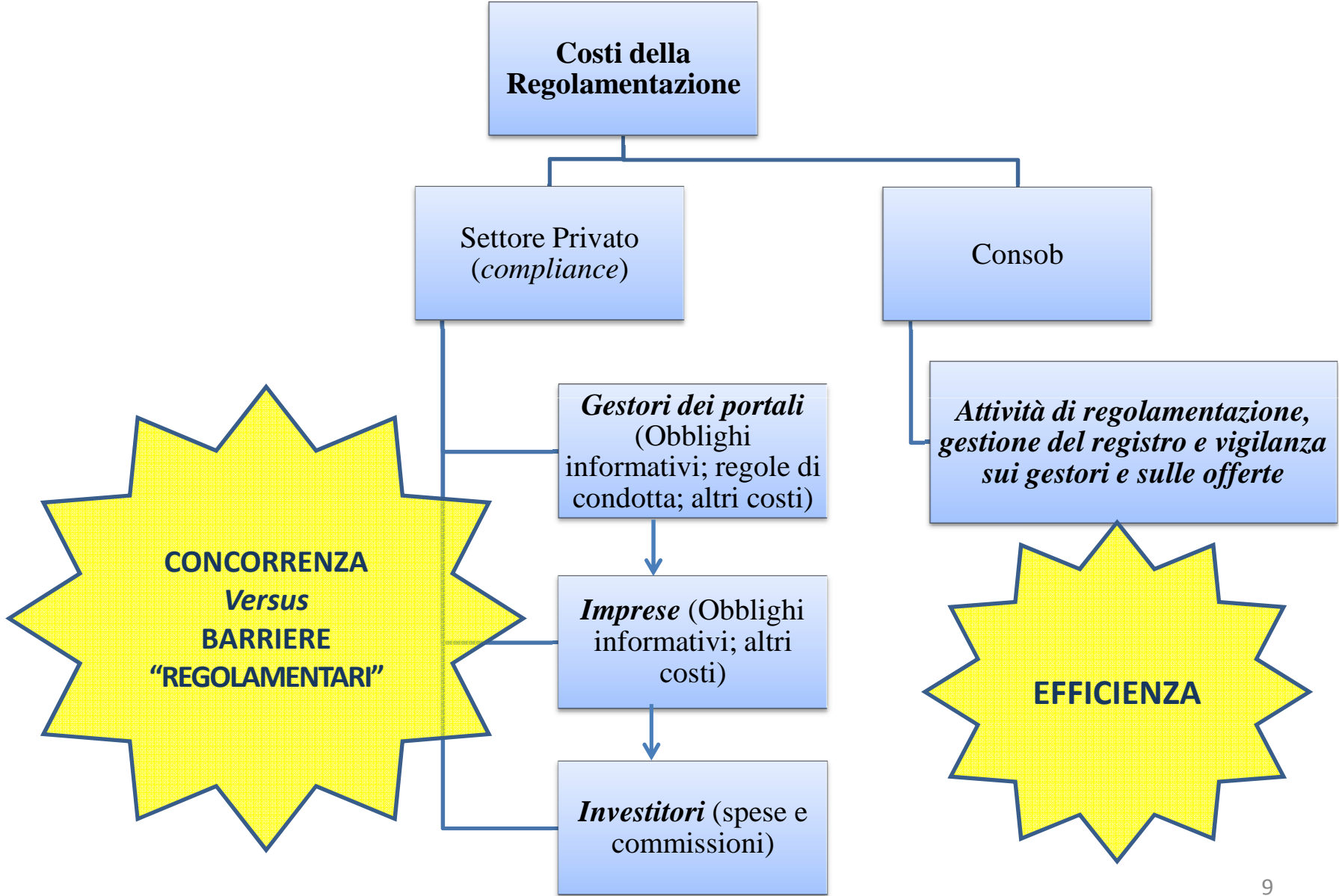
3) attribuzione a ciascuna delle opzioni regolamentari individuate di un “**valore**” in termini di **costi/benefici** in relazione al **duplice obiettivo** della disciplina di consentire alle imprese innovative di **reperire risorse finanziarie** senza, tuttavia, ridurre al contempo la **tutela per gli investitori** (in particolar modo se diversi da quelli professionali). Nel presente caso gli obiettivi della regolamentazione sono definiti dalla norma delegante, occorrerà pertanto individuare quelle regole che attuino la delega in maniera più **efficiente (senza eccessivi oneri a carico dei destinatari garantendo una valida tutela degli investitori)**

4) individuazione, quindi, delle **opzioni** che possono attuare la delega del decreto in modo più efficiente (in termini di **migliore rapporto costi/benefici**)

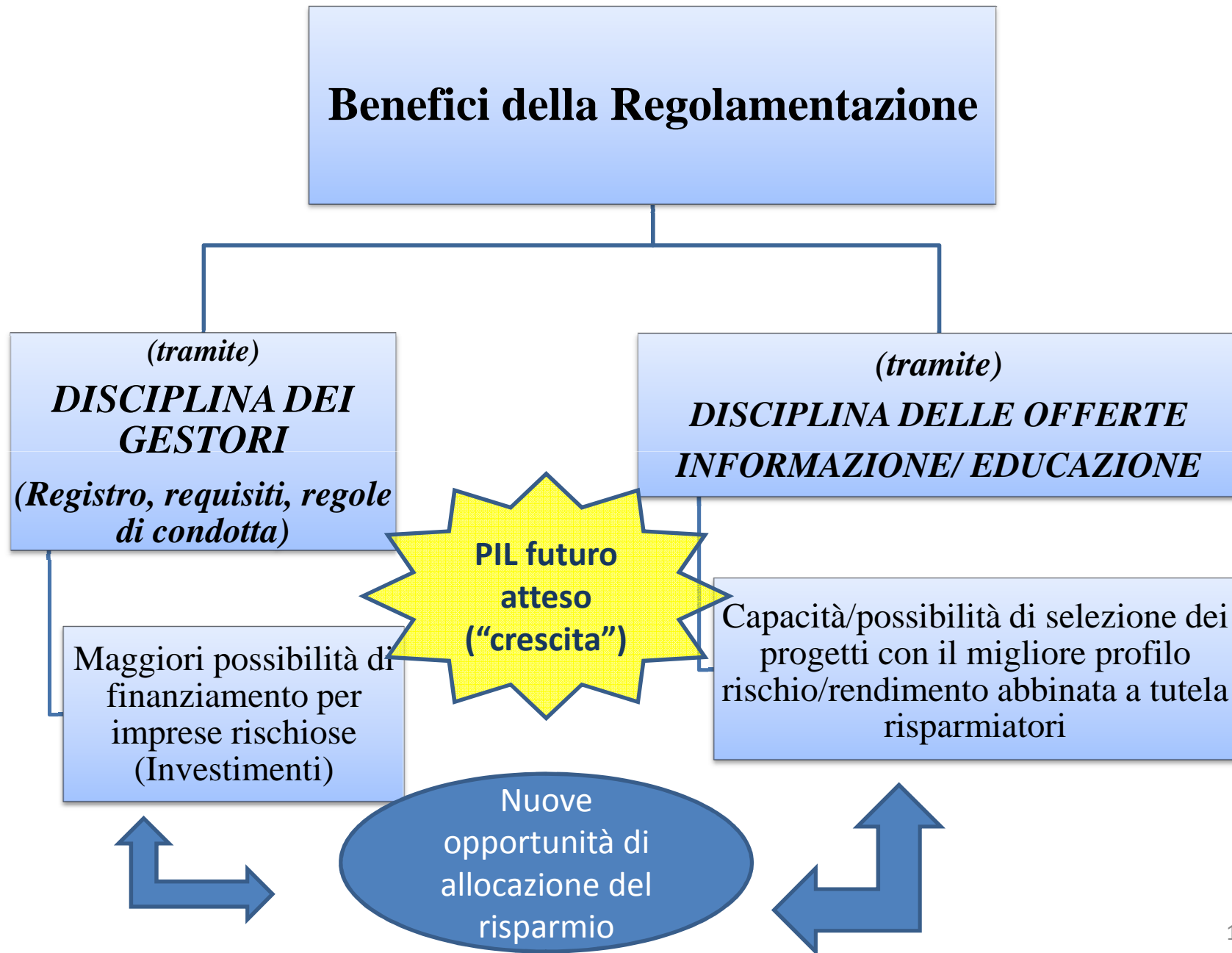
5) indizione di una pubblica **consultazione** avente ad oggetto la **bozza** di regolamento unitamente all’AIR completa

6) analisi delle **risposte** pervenute e **valutazione** delle osservazioni ivi formulate (che sarà esposta nel “documento esiti della consultazione”)

7) adozione del **regolamento definitivo**, anche alla luce delle risposte ricevute.



Benefici della Regolamentazione



Il “primo passo” del processo regolamentare: l’avvio dell’AIR con l’indagine conoscitiva

Al fine di definire le diverse opzioni regolamentari da valutare per individuare quelle che ottimizzano la relazione costi-benefici, è stato dato avvio ad una **indagine conoscitiva** avente ad oggetto i diversi aspetti della regolamentazione delegata.

Una volta enucleati i singoli aspetti della disciplina da prendere in considerazione, è stato predisposto un apposito **questionario** (disponibile sul sito Consob anche in inglese) suddiviso in 4 gruppi di domande rivolte a:

- *Gestori, anche potenziali, di piattaforme di equity crowdfunding*
- *Investitori retail*
- *Investitori professionali / venture capitalist / business angels*
- *Start-up innovative*

(segue)

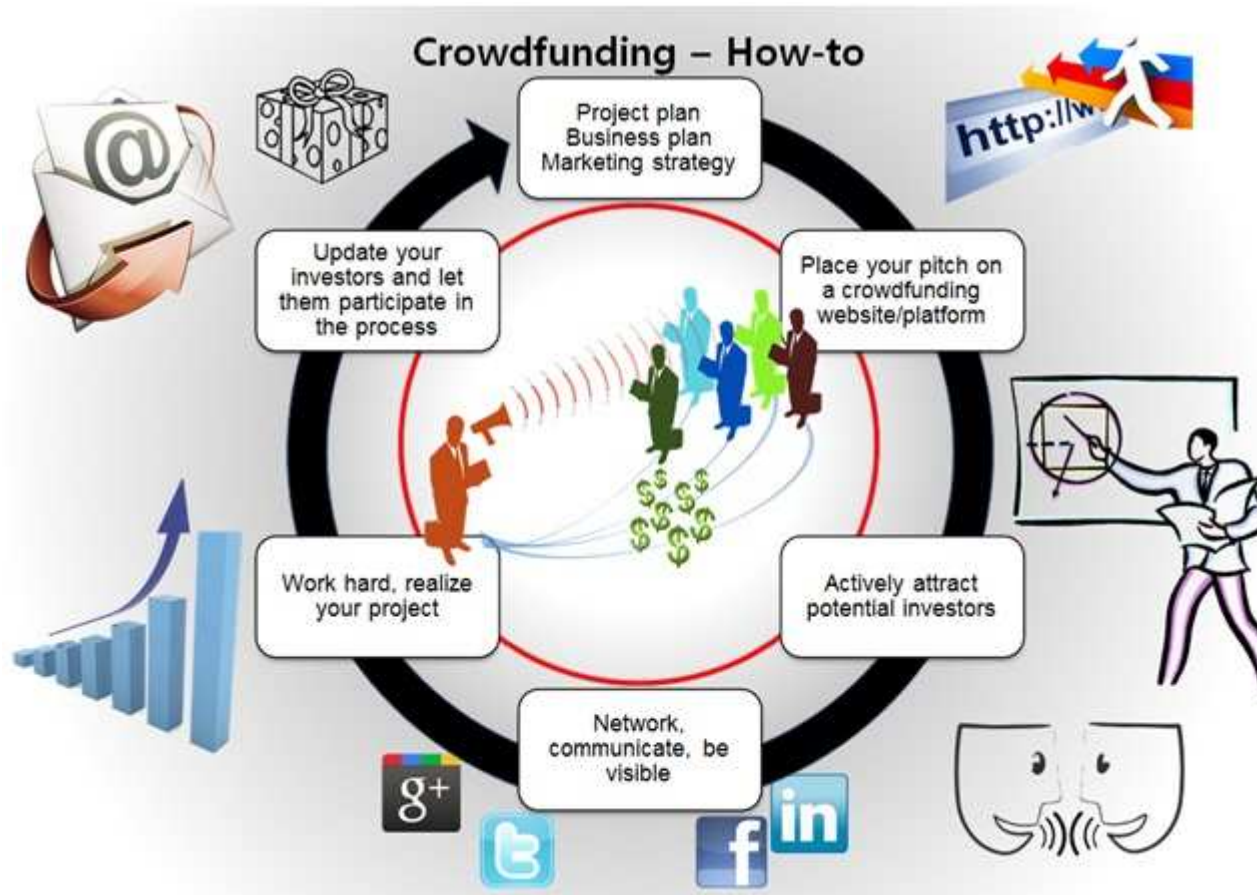
Attraverso tale fase preliminare si intende perciò **acquisire una migliore conoscenza** dei diversi aspetti del fenomeno da disciplinare in modo da **valorizzarne le specificità e attutire le eventuali criticità** ad esso connesse.

Maggiore sarà il numero e la significatività delle risposte fornite e migliore potrà essere il contributo al processo regolatorio.

Una volta raccolte le **risposte** al questionario i dati saranno **elaborati** e utilizzati per “costruire” le diverse opzioni regolamentari cui potranno essere abbinati i relativi costi e benefici per consentire la individuazione dell’opzione “ottimale”.

In esito a tale analisi, sarà possibile definire la **bozza** di disciplina secondaria, unitamente alla relativa analisi di impatto, da sottoporre a pubblica consultazione.

La disciplina della gestione di portali: alcune prime considerazioni



La disciplina dei gestori dei portali (art. 50-quinquies del TUF): una visione d'insieme

Il Tuf riserva l'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative alle imprese di investimento e alle banche autorizzate ai relativi servizi, nonché a soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob.

Al fine di “**salvaguardare l'affidabilità**” di tali ultimi soggetti il decreto attribuisce alla Consob il potere di vigilanza regolamentare relativo a:

- l'istituzione del registro, la sua formazione e la relativa pubblicità,
- i requisiti di onorabilità per chi controlla tali soggetti e per gli esponenti apicali,
- i requisiti di professionalità per gli esponenti apicali,
- le eventuali ulteriori condizioni per l'iscrizione; cause di sospensione, radiazione, riammissione,
- regole di condotta per i gestori dei portali nei rapporti con gli investitori.

La vigilanza sui gestori dei portali è attribuita alla Consob che a tal fine può:

- chiedere la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti,
- effettuare ispezioni.

I requisiti di professionalità degli esponenti apicali dei soggetti iscritti al registro Consob

Ancorché il decreto abbia definito la gestione del portale *on-line* per la raccolta di capitali come un'attività che si svolge in deroga alla normativa MiFID, di fatto su tali piattaforme saranno **“esposte”** le iniziative imprenditoriali di quelle *start-up* innovative che posseggono i requisiti individuati dal decreto medesimo al fine di facilitare fra offerenti e investitori.

Dai **primi rilievi** effettuati sul *web* con riferimento ai siti di portali *on-line* di *equity* CF risulta che questi **“espongono”** diverse possibilità di sottoscrizione di quote di partecipazione al capitale riportando, tramite una **grafica ed uno stile uniformi**, alcune **informazioni “essenziali”** sulla società, sul management, e sulle tipologie di investimento disponibili. Ciò sembrerebbe spiegare perché tra i **requisiti del management** di tali soggetti emerge che le professionalità più diffuse sono correlate alle capacità di analisi e sviluppo dei progetti imprenditoriali → *una prima selezione delle start-up “proponibili” viene svolta dai gestori dei portali.*

Nel definire le opzioni regolamentari si cercherà di rispondere alle seguenti domande:

- 1) il gestore del portale dovrebbe disporre di professionalità idonee a selezionare i progetti e le iniziative anche al fine di **minimizzare il rischio di scelte non consapevoli** ?
- 2) il gestore dovrà avere un ruolo attivo del gestore nella **educazione e informazione** dei risparmiatori con riferimento alla scelta e alla diversificazione dei progetti in cui investire?

(segue) prime ipotesi per l'indagine conoscitiva

Nella definizione delle opzioni regolamentari in materia di requisiti di professionalità dei gestori di portali non devono essere trascurati i relativi *impatti che l'attività regolamentare può avere sull'assetto del mercato e sulla concorrenza*:

➤ se il livello dei *requisiti è molto elevato*, la regolamentazione può contribuire ad *ostacolare* la formazione di un *mercato concorrenziale*, di fatto consentendo la formazione di un mercato caratterizzato da elevate barriere all'entrata,

➤ viceversa, se il livello dei *requisiti sarà meno elevato*, sarà possibile per un numero maggiore di soggetti svolgere tale attività garantendo un ambiente più concorrenziale in cui è più facile che si sviluppi una “dinamica di mercato” indipendente dalla regolamentazione ma parimenti idonea alla selezione dei soggetti più meritevoli in termini di *qualità del servizio*.

D'altro canto, nella definizione dei requisiti dovrà pur sempre rispettarsi quell'obiettivo che si è posto il legislatore primario indicando la strada dell' “affidabilità di tali soggetti”.

Dovranno, dunque, essere fissati dei requisiti *proporzionali* all'ottenimento di un livello di fiducia che consenta lo sviluppo del *crowdfunding*, senza limitare eccessivamente la concorrenza, che costituisce il fattore chiave per accrescere la qualità del servizio.

(segue)

Come primo passaggio conoscitivo si è quindi ritenuto opportuno elaborare alcune domande rivolte ad una serie di soggetti interessati al tema o già operanti nel settore della raccolta di capitali tramite portali *on-line*.

A tale contesto appartengono alcune delle domande che fanno parte del questionario pubblicato lo scorso 21 gennaio:

- *quali attività svolge esattamente il gestore del portale?*
- *il gestore effettua una selezione dei progetti da esporre sul portale?*
- *con quali modalità vengono selezionati/accettati i progetti?*
- *di quanti addetti si avvale nello svolgimento della sua attività?*
- *quali professionalità hanno gli esponenti aziendali?*

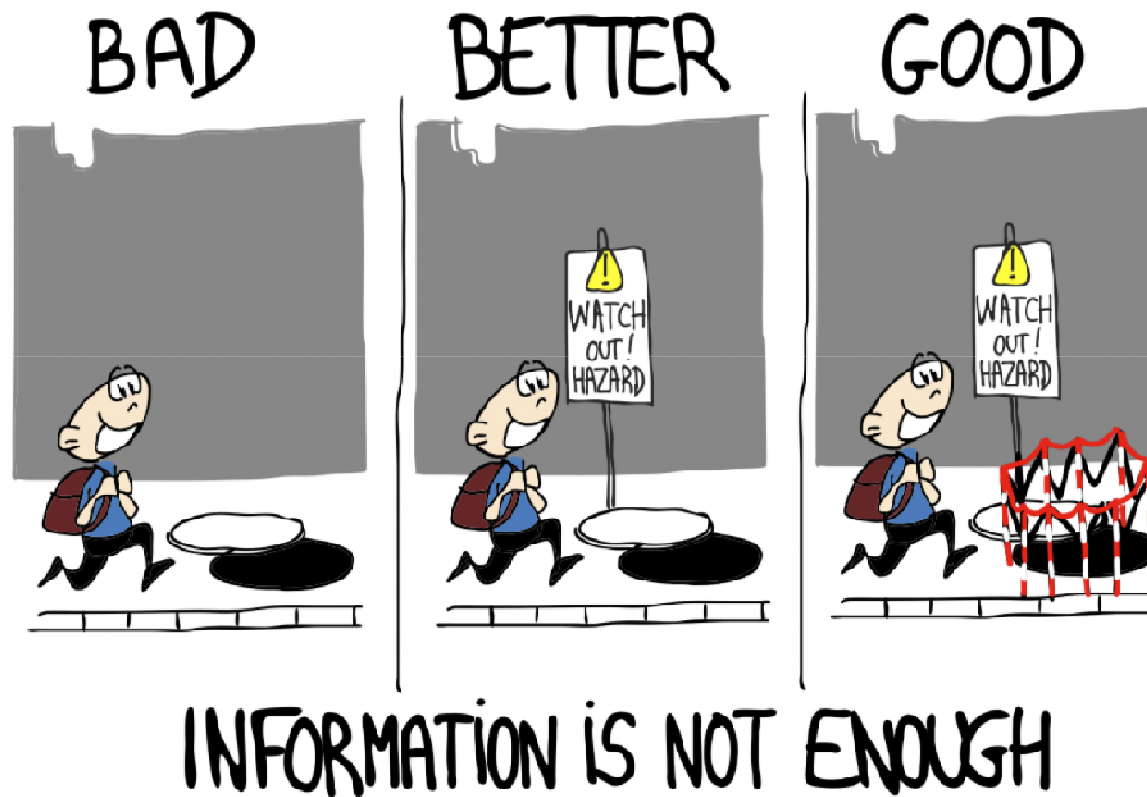
L'istituzione e pubblicità del registro, le procedure per l'iscrizione e la gestione

Le diverse opzioni relative alla istituzione e al funzionamento del Registro dovranno essere prese in considerazione con riguardo sostanzialmente ai loro *impatti in termini di tempistica e di oneri per i soggetti richiedenti l'iscrizione* (ma rilevano anche profili organizzativi interni all'Autorità di vigilanza).

La scelta regolamentare e di processo in questo contesto può avere degli impatti in termini di *benefici per i gestori dei portali* (e quindi, per il mercato in generale) rappresentando un tipico (e potenziale) caso di *red tape* (volto a facilitare ovvero a rendere più difficile l'ingresso nel mercato) che deve comunque essere bilanciato dall'esigenza di un valido esercizio della vigilanza da parte della Consob ai fini di una efficace tutela degli investitori.

Al fine di rendere un'informazione completa e attendibile sia ai risparmiatori che alle *start-up* (oltre che per una migliore certezza del diritto), potrebbe essere opportuno che al registro sia **allegato** un *elenco meramente ricognitivo* delle banche e delle imprese di investimento che svolgono l'attività di gestione di portali (che dovranno, quindi, comunicarlo alla Consob).

Le regole di condotta dei gestori di portali



“Never invest in a business you cannot understand”
(Warren Buffet)

Le regole di condotta dei gestori di portali

Il TUF modificato dal “decreto crescita” delega alla Consob la definizione delle *“regole di condotta che i gestori dei portali devono rispettare nel rapporto con gli investitori, prevedendo un regime semplificato per i clienti professionali”*.

Per quanto la **dinamica del mercato** dovrebbe consentire nel tempo di **selezionare** i migliori portali di *equity crowdfunding*, la **disciplina** regolamentare dovrebbe comunque individuare, al fine di evitare pericolosi fallimenti del mercato, regole (ancorché minime) in merito a ...

requisiti di informazione essenziali che il portale dovrebbe fornire agli investitori, con particolare riguardo a quelli non professionali cui deve essere garantita una maggiore tutela

Anche le disposizioni del JOBS ACT, a proposito dei doveri dei gestori dei portali, stabiliscono che, oltre a dover essere registrati presso la SEC, tali soggetti dovranno fornire una informativa sul tipo di investimento, ivi inclusa quella correlata ai rischi, nonché altro materiale di *“investor education”*, nei modi che la SEC riterrà più appropriati.

perché?

il portale deve contribuire a facilitare il grado di comprensione e la consapevolezza nella decisione di investimento

Dal portale, l'investitore (soprattutto non professionale) *dovrebbe poter comprendere il tipo di investimento* rappresentato dalla sottoscrizione di capitale di rischio di *start-up* innovative come disciplinato dal “decreto crescita”.

Il *trade off* della regolamentazione



Nel JOBS ACT è stabilito che il gestore del portale dovrebbe porre in essere quelle attività che **consentano ad ogni investitore di:**

- **prendere visione** delle informazioni di *investor education predisposte* in conformità degli standard che saranno stabiliti dalla SEC,
- **comprendere** che l'intero investimento è soggetto al *rischio di perdita* e che tale perdita sarà sopportata dall'investitore,
- **saper rispondere** ad alcune domande, dimostrando di aver compreso:
 - il *livello di rischio generalmente* correlato agli investimenti in start-up,
 - il *rischio di illiquidità/impossibilità di rivendita della azioni/quote*,
 - la “**sostenibilità**” della perdita dell'intero capitale investito.

Contestualmente dovrebbero poi essere previste specifiche (e **più semplici**) **modalità** di accesso al sito e alle presentazioni dei progetti imprenditoriali per i **clienti professionali** ai quali (in linea con l'ortodossia MiFID) può essere rilasciato un **set informativo più ridotto** (i.e. il portale potrebbe definire le modalità per una sorta di “autocertificazione” da parte del cliente professionale del suo *status* idonea anche ad **evitare** che l'investitore non professionale acceda per errore al “percorso semplificato” al primo riservato).

Le “regole informative” hanno l’obiettivo di minimizzare l’asimmetria informativa tra due (o più) contraenti.

Da un lato, ciò significa tutelare il contraente debole, obbligando la sua controparte a fornirgli quelle informazioni che possono facilitare l’equilibrio informativo.

Sul punto si è ritenuto opportuno come primo passo *verificare il grado di conoscenza* da parte degli investitori non professionali con riferimento:

- al *crowdfunding* (cosa è, come funziona, esperienza, cosa si aspettano di trovare sul portale);
- all’investimento in capitale di rischio;
- al concetto di *start-up* innovativa.

In tale contesto rientrano anche le conclusioni cui è giunta la più **diffusa letteratura** in materia di **finanza comportamentale**. In diverse analisi si riscontra infatti che la **scelta di investimento** sui portali on-line non è guidata solo dalla tipica valutazione sul rapporto rischio/rendimento degli strumenti offerti ma (e in alcuni casi, soprattutto) da **componenti emozionali** che il progetto o l’iniziativa imprenditoriale riescono a suscitare nel potenziale investitore (in questo contesto di particolare interesse sono le *start-up* a vocazione sociale).

La scelta del potenziale investitore (non professionale) può inoltre essere anche influenzata dalle **modalità** con cui il progetto viene presentato (si evidenzia negli studi una correlazione tra le immagini e la scelta di investimento).

(segue) le “regole informative” hanno quale obiettivo quello di minimizzare l’asimmetria informativa tra due (o più) contraenti.

Dall’altro lato, ciò potrebbe avere delle conseguenze sulla responsabilità giuridica del contraente obbligato a fornire l’informazione (il gestore del portale) in caso di non corretto adempimento .

Nel processo di definizione delle **opzioni regolamentari** si dovrebbe poter rispondere alle seguenti **domande**:

- **oggetto dell’informativa**: informazioni “generiche” sul tipo di investimento in strumenti finanziari di una *start-up* innovativa o “specifiche” sul singolo “emittente” (ma vd. regole dell’offerta)?
- **destinatari dell’informativa**: al pubblico e accessibili a chiunque ovvero solo al singolo risparmiatore che ne faccia richiesta?
- **informativa accessoria**: occorre prevedere anche un’informativa per i casi in cui, ad esempio, il gestore del portale svolga attività di consulenza?

(segue)

Vi sono poi anche **altri ambiti** che potrebbero essere presi in considerazione al fine di delineare le varie opzioni regolamentari sulle regole di condotta dei gestori dei portali.

Anche in questo caso si può fare riferimento alla disciplina statunitense del JOBS ACT e alle misure adottate dall'autorità australiana per esaminare quali misure i gestori dei portali dovrebbero adottare per (sempre rispettando il principio della proporzionalità):

- **ridurre il rischio di frodi,**
- **proteggere i dati personali** degli investitori,
- **minimizzare o gestire l'esistenza di conflitti di interessi** tra il gestore medesimo e le *start-up* innovative.

Inoltre, in base alle esperienze analizzate risulta che i gestori potrebbero fornire:

- un servizio di “**supporto diretto**” *on-line* per gli investitori potenziali non professionali,
- strumenti in grado di **facilitare l'interlocuzione** fra gli investitori potenziali e/o fra quelli che hanno già sottoscritto.

Le domande del questionario conoscitivo ai potenziali investitori

Nella sezione del questionario dedicata ai potenziali investitori in strumenti finanziari di start-up innovative, oltre ad alcune prime domande generiche sulla conoscenza del crowdfunding, sono state proposte domande specifiche sui rischi correlati alle offerte esposte sui portali on-line e sul ruolo del portale nel rilasciare apposita informativa al riguardo.

I primi riscontri dalle risposte sinora pervenute

- Tra i rischi più rilevanti nell'investimento in start-up innovative, il 100% delle risposte indica quello relativo alla perdita del capitale e quello relativo alla carenza di informazioni successivamente all'offerta;
- Tra i rischi più rilevanti dell'investimento tramite portali on-line, sono stati indicati in maggioranza quelli relativi alla carenza di informazione e quelli relativi alla segnalazione di conflitti di interesse.

Ad avviso del 100% dei rispondenti il portale dovrebbe essere soggetto ad obblighi di trasparenza nei confronti dei risparmiatori sulle caratteristiche e i rischi generalmente legati all'investimento in *start-up* innovative.

In buona sostanza

La **regolamentazione più coerente con lo spirito della delega** sarà quella che consentirà il raggiungimento dell'obiettivo (finanziare le imprese innovative con i risparmi dei privati) mediante la selezione di quelle regole che maggiormente si riveleranno idonee alla creazione di un “**ambiente affidabile**” in cui gli investitori (specie non professionali) potranno effettuare le loro **scelte consapevolmente**, tenuto conto della rischiosità intrinseca correlata alla peculiarità di un investimento:

- in **capitale di rischio**,
- in imprese che operano nel mercato **dell'innovazione tecnologica**,
- effettuato in una **fase iniziale** della vita dell'impresa,
- **senza possibilità di rivendita** entro un termine prefissato e a prezzi significativi (**illiquidità**),
- **senza distribuzione di utili**.

Se (e solo se) gli investitori (non professionali) saranno coscienti che l'ordinamento ha creato un **ambiente affidabile** saranno **incentivati** ad investire su piattaforme di **crowdfunding** ...

... inoltre, solo se saranno in grado di **comprendere questi tipi di rischiosità** potranno effettuare scelte consapevoli e **selezionare** i migliori progetti imprenditoriali, altrimenti vi è il rischio di trasformare questo tipo di investimento in una mera “lotteria”.

La disciplina delle offerte attraverso portali



L'ambito di applicazione della norma primaria (art. 100-ter del TUF)

Il TUF consente di svolgere offerte al pubblico tramite uno o più portali **costituiti esclusivamente** al fine di:

- *facilitare* la sottoscrizione di **strumenti finanziari**,
- emessi da **start-up innovative** in possesso dei requisiti stabiliti dal decreto,
- per un **corrispettivo totale inferiore** a quello stabilito dalla Consob *ex art. 100*, comma 1, lett. c) del TUF (e, quindi, senza obbligo di pubblicazione del prospetto).

.... e le ulteriori condizioni che dovrà precisare la Consob

La Consob dovrà determinare la disciplina applicabile alle offerte al pubblico svolte tramite uno o più portali, al fine di:

- *assicurare la sottoscrizione da parte di investitori professionali o particolari categorie di investitori:*
 - definendo tali eventuali categorie di altri investitori
 - individuando una quota di strumenti finanziari offerti riservata a tali investitori
- *tutelare gli investitori retail nel caso in cui i soci di controllo della start-up innovativa cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta.*

Disciplina applicabile alle offerte al pubblico svolte tramite uno o più portali

Perché occorre definire la disciplina applicabile alle offerte on-line?

Secondo il **legislatore primario**, il “macro-obiettivo” dell’art. 100-ter del TUF è quello di tutelare l’investitore *retail*.

Ciò sembrerebbe significare che l’investitore, una volta compreso in cosa consista l’investimento in strumenti finanziari di una start-up innovativa (grazie alle informazioni e alle sessioni di *education* che il gestore del portale gli avrà fornito), sia messo in grado di **prendere visione delle più rilevanti informazioni relative ad uno specifico investimento in una specifica start-up** (che può essere anche una s.r.l.) ed ai **relativi rischi**.

Il ruolo della Consob è appunto quello di individuare quel **set informativo minimo** (ma **sufficiente**) e definirne le modalità espositive (di modo che il *set* informativo sia **chiaro** e **comprensibile**) affinché la decisione dell'investimento da parte del *retail* sia effettivamente assunta **consapevolmente** (raggiungendo così anche l'obiettivo ultimo, quello della *selezione dei progetti migliori*)

... anche in questo ambito quindi, la Consob ha il potere di individuare quelle misure volte a riequilibrare le asimmetrie informative (tra investitore e la specifica *start-up* “emittente”)

La base di partenza: le disposizioni del decreto crescita in materia di trasparenza delle start-up innovative

Il “Decreto crescita” prevede già un **set di informazioni** che l'emittente (*start-up* innovativa) dovrà rendere note attraverso le Camere di commercio e il proprio sito internet sia all'atto di iscrizione che in seguito (tramite un'informativa periodica semestrale).

Nel processo di definizione delle **opzioni regolamentari si cercherà di** rispondere a queste domande

- è sostenibile **l'ampliamento** degli **elementi informativi** previsti dalla legislazione per aumentare l'informativa al cliente?
- è opportuno prevedere delle specifiche modalità di attuazione volte a favorire una **presentazione “amichevole”** delle informazioni che consenta un accesso non eccessivamente oneroso al set informativo a disposizione?
- quali **informazioni sull'offerta** devono essere obbligatoriamente fornite agli investitori potenziali?
- quali **informazioni sui diritti che si acquistano aderendo all'offerta** devono essere obbligatoriamente fornite agli investitori potenziali?
- è auspicabile la definizione di **indicatori sintetici** di rischio ovvero la definizione da parte dell'emittente di una **lista di rischiosità** relative allo specifico titolo (e non genericamente all'investimento in *start-up* innovative)?

La sottoscrizione di una quota parte da parte di investitori professionali

Dal testo della norma primaria sembrerebbe che tale sottoscrizione rappresenti una **condizione essenziale** (sospensiva) per la positiva conclusione dell'offerta e per il suo perfezionamento attraverso la successiva fase della raccolta dei pagamenti. In sua assenza, quindi, l'offerta non potrà dirsi andata a buon fine.

Perché il legislatore vincola la riuscita dell'operazione a tale condizione?

Secondo la relazione al decreto ciò dovrebbe **tutelare gli investitori retail**.

PROS

Dalle prime analisi è emerso che la partecipazione di investitori professionali all'offerta consente agli investitori retail di beneficiare delle attività di approfondimento e **due diligence svolta dai soggetti in ciò specializzati** (è uno strumento per garantire l'**affidabilità** del *crowdfunding*).

CONS

In un momento storico come quello attuale, di forte **credit crunch**, in cui le *start-up* non riescono ad accedere ai finanziamenti tramite il tradizionale canale bancario, vi è il rischio che le banche (in quanto investitori professionali) non sottoscrivano la quota delle offerte *on-line*.

(segue) le opzioni regolamentari

Nel processo di definizione delle opzioni regolamentari dovremo rispondere a queste domande:

- quale **quota** di sottoscrizione deve essere riservata agli investitori professionali alla luce degli esposti pro e i contro della loro partecipazione?
- quali sono le “**altre categorie di investitori**” (oltre quelli professionali già menzionati all’art. 100-ter del TUF) la cui presenza può “**rassicurare**” gli investitori *retail* sulla “**bontà**” dell’iniziativa imprenditoriale?
- fino a che punto è possibile **allargare la platea di tali soggetti** (*venture capitalist, business angel, società di private equity*) senza ridurre la loro capacità di rassicurare gli investitori?
- quali presidi possono essere istituiti per **limitare il conflitto di interessi** fra i soggetti coinvolti?

Incentivi alla negoziazione

Il decreto crescita non prevede incentivi per le imprese, una volta uscite dalla fase iniziale e perso lo *status* di *start-up* (e venuto meno il divieto di negoziabilità), a favorire la liquidità dei propri titoli.

E' possibile ipotizzare una disciplina volta a tutelare gli investitori nella fase successiva all'offerta, prevedendo una serie di strumenti finalizzati ad incentivare la quotazione o la semplice negoziazione dei titoli quando la fase di *start-up* sia terminata?

Ad es.:

- previsione di impegni al riacquisto, da parte dell'emittente?
- piattaforme di negoziazione "*low cost*" (per gli emittenti) sfruttando il "regime speciale" di trasparenza previsto dal decreto?

Tutela degli investitori *retail* nel caso in cui i soci di controllo della *start-up* innovativa cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta

Quale è il problema?

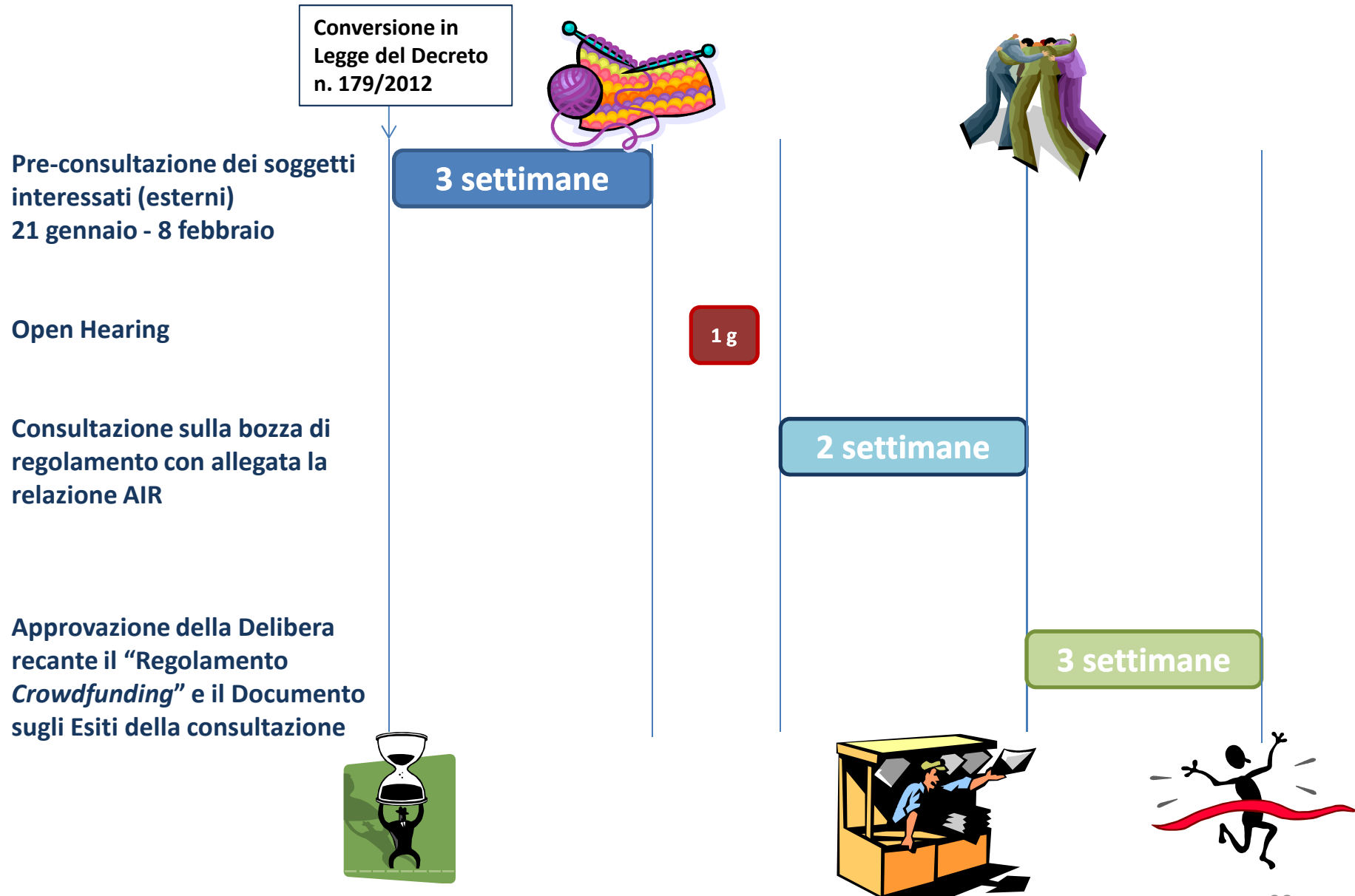
Gli investitori che partecipano al finanziamento iniziale dell'impresa potrebbero poi essere esclusi dal momento di *realizzo della valorizzazione* operata dal *management*. Questo potrebbe avvenire in caso di cessione del pacchetto di maggioranza ad un prezzo che tenga conto di un “premio” rispetto al valore delle azioni offerte sulla piattaforma *on-line*.

Nel processo di definizione delle opzioni regolamentari si dovrebbe rispondere alle seguenti domande):

- è corretto **limitare tale periodo** a quello in cui l'impresa è in possesso dei requisiti di *start-up* innovativa?
- è sostenibile la previsione di un **obbligo di acquisto** sul totale delle azioni in caso di cessione del pacchetto di controllo (OPA totalitaria o *drag along/tag along*)?
- se sì, quali strumenti possono essere previsti per **determinare il prezzo degli strumenti finanziari**?
- in che modo sarà possibile identificare il **momento** in cui si verifica il passaggio del controllo? tramite le Camere di commercio?
- chi **vigila** su tali adempimenti?
- cosa accade in caso di **mancata ottemperanza**?

Il Piano delle attività





Grazie per l'attenzione

s.carbone@consob.it
f.fiamma@consob.it

