

*Attuazione dell'articolo 30 del d.l.
n. 179/2012:
quadro normativo e deleghe alla
Consob*

Roma, 1° febbraio 2013

Divisione Strategie Regolamentari

Perché la Consob deve disciplinare il *Crowdfunding*?

Il decreto legge n. 179/2012 (c.d. “decreto crescita”, convertito con modifiche nella legge n. 221 del 17 dicembre 2012) ha apportato, tra l’altro, alcune modifiche al TUF volte a consentire alle imprese *start-up* innovative la raccolta di capitali attraverso portali *on-line* (c.d. “*equity crowdfunding*”).

In virtù delle deleghe contenute nel decreto, la Consob (entro il 19 marzo 2013) dovrà dettare, con regolamento:

- principio e criteri relativi alla registrazione e gestione di portali per la raccolta di capitali per le “*start-up* innovative” (art. 50-*quinquies*, comma 4, del Tuf),
- la disciplina applicabile alle offerte attraverso portali per la raccolta di capitali (art. 100-*ter* del Tuf).

Esperienze straniere

Il *crowdfunding* ha trovato iniziale diffusione nei **paesi anglosassoni** (specialmente Australia e USA), soprattutto con il modello di donazione o *reward based*, ma si sono registrate esperienze anche di piattaforme di *lending* ed *equity*. Tale ultimo modello di business è stato peraltro fatto oggetto di una speciale disciplina negli **USA** tramite il noto “**JOBS ACT**” (*Jumpstart Our Business Startups Acts*) che attende, per la sua effettiva operatività, l’adozione delle norme secondarie da parte della SEC (previste, allo stato, per la metà del 2013).

Le disposizioni contenute nel Jobs Act, si fondano su 4 capisaldi:

- Un’esenzione dall’autorizzazione per l’esercizio di attività di intermediazione a condizione che le attività di crowdfunding siano svolte attraverso *funding portal* registrati;
- Un limite per la raccolta fissato ad 1 milione di \$ per anno;
- Una limitazione agli investimenti individuali rapportata al reddito annuo dei risparmiatori (non > al 5% se < 100.000 \$; non > al 10% se > a 100.000 \$)

Esperienze straniere (segue)

In **Australia** la Commissione ASIC (Australian Securities Investment Commission) ha pubblicato una **comunicazione** in cui evidenzia i principali rischi correlati all'attività di raccolta di equity crowdfunding; mentre in **Canada** (in assenza di una legge e di una Autorità Federale) il tema è gestito dalle Autorità delle singole provincie. La Ontario Securities Commission (OSC), ha pubblicato un *consultation paper* sulla materia.

In **Europa non esiste una disciplina uniforme** a livello dell'Unione, anche se alcune **prime discussioni** e analisi sono state avviate in tal senso da parte della Commissione Europea (nell'ambito della "Entrepreneurship 2020 Agenda") e del Parlamento Europeo (che si appresta a votare una mozione relativa all'accesso ai finanziamenti da parte delle PMI ove si prende in considerazione anche il *crowdfunding*).

Nei singoli Paesi Europei non è stata ancora adottata formalmente una disciplina sul crowdfunding, ma si registrano le **iniziative di alcune Autorità di vigilanza** sul tema sia con finalità di *investor education* che con l'obiettivo di ricondurre il fenomeno nell'ambito della vigente regolamentazione in materia finanziaria (UK, Belgio, Germania).

Finalità del decreto ...

Le *finalità generali* delle misure introdotte dal **decreto** a favore delle *start-up* innovative sono indicate dalla relazione al medesimo:

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

Le previsioni in materia di *crowdfunding* sono dettate con gli **obiettivi** di:

- **facilitare** l'accesso al capitale per tutte le *start-up* innovative (anche in deroga al divieto per s.r.l. di ricorso al pubblico risparmio) → (è necessaria però la creazione di un “**ambiente**” **affidabile** in grado di creare **fiducia** negli investitori)

Finalità del decreto ... (segue)

➤ **agevolare/incentivare** l'investimento nel capitale di start-up innovative anche da parte di investitori non professionali → (il che richiede l'individuazione di **misure** volte a fornire una dotazione di strumenti di **valutazione** del profilo rischio/rendimento dei progetti e dunque la loro selezione)

Le “*start-up innovative*” sono definite dal “decreto crescita” (art. 25) con riferimento al possesso di requisiti che riguardano: la forma societaria, il soggetto che detiene la maggioranza del capitale, il tempo trascorso dalla costituzione, il valore della produzione, la ragione per cui è nata e il legame con l'innovazione ad alto contenuto tecnologico, l'alta qualificazione del personale (dottori di ricerca o ricercatori) oltre che la gestione degli utili. Il decreto contempla anche le *start-up innovative* a vocazione sociale.

... e obiettivi della regolamentazione Consob

La relazione illustrativa del decreto individua anche gli obiettivi sottostanti alla delega regolamentare e al potere di vigilanza attribuiti alla Consob.

Creazione di un “ambiente” affidabile

Con riferimento ai “gestori dei portali on-line” (diversi dalle banche e dalle SIM che possono svolgere tale attività senza necessità di autorizzazione *ad hoc*) l’obiettivo della Consob è quello definire le regole in grado di “**salvaguardare l’affidabilità**” di tali soggetti ai quali il decreto riserva una particolare **disciplina di favore**.

Essi infatti sono destinatari di:

- ✓ “**oneri autorizzativi e regolamentari semplificati** rispetto a quelli generalmente applicabili ai soggetti che svolgono servizi di investimento” (Relazione al decreto);
- ✓ “un **regime derogatorio degli obblighi di comportamento** e della disciplina della promozione e collocamento a distanza di servizi e strumenti finanziari” (Relazione al decreto).

(segue) ... e obiettivi della regolamentazione Consob

Dotazione di strumenti di valutazione dei progetti imprenditoriali da parte degli investitori (profili rischio/rendimento)

In materia di offerte al pubblico di prodotti finanziari condotte per il tramite di portali *on-line*, il decreto delega alla Consob l’emanazione della disciplina relativa a tali offerte “al fine di **tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali**” (cfr. Relazione al decreto) mettendoli nelle condizioni di operare scelte consapevoli

Nel circuito di “finanziamento diretto” è l’investitore che finanzia i progetti imprenditoriali e, pertanto, il raggiungimento delle finalità generali del decreto dipende dalle sue capacità di selezione ...

La portata delle deleghe regolamentari per la Consob

dalla deroga che il decreto opera con riferimento alla disciplina MiFID per i gestori dei portali *on-line* (art. 50-quinquies, comma 2 del TUF)

discende

la competenza regolamentare della Consob sul registro dei gestori e sulle “*regole di condotta*” che essi devono rispettare nel rapporto con gli investitori” (nuovo art. 50-quinquies del TUF)

dalla soglia massima che il decreto stabilisce per il corrispettivo totale dell’offerta di capitali su portali (inferiore a quello fissato dalla Consob ai sensi dell’art. 100, comma 1, lett. c) del TUF)

discende

(in regione della non applicabilità della normativa sul prospetto) la delega regolamentare della Consob per “determinare la *disciplina applicabile alle offerte*” (nuovo art. 100-ter del TUF)

La disciplina dei gestori dei portali (art. 50-quinquies del TUF): le deleghe regolamentari e la vigilanza

“L’attività di gestione di portali per la raccolta di capitali per le *start-up* innovative è riservata alle imprese di investimento e alle banche autorizzate ai relativi servizi di investimento nonché **ai soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob**, a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche e imprese di investimento”

Per quel che concerne l’attività di gestione dei portali, l’art. 50-quinquies del TUF stabilisce che la Consob dovrà definire con regolamento:

- i *requisiti di onorabilità* che dovranno possedere coloro che detengono il controllo dei soggetti iscritti nell’apposito registro tenuto dalla Consob;
- i *requisiti di onorabilità e di professionalità* che dovranno possedere i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nei soggetti iscritti nell’apposito registro tenuto dalla Consob.

La disciplina dei gestori dei portali (art. 50-quinquies del TUF): le deleghe regolamentari e la vigilanza

La Consob dovrà inoltre determinare, con regolamento, i *principi e i criteri* relativi:

- a) alla *formazione del registro* e alle relative *forme di pubblicità*;
- b) alle *eventuali ulteriori condizioni per l'iscrizione nel registro*, alle cause di *sospensione, radiazione e riammissione* e alle *misure applicabili* nei confronti degli iscritti nel registro;
- c) alle *eventuali ulteriori cause di incompatibilità*;
- d) alle *regole di condotta che i gestori di portali devono rispettare nel rapporto con gli investitori*, prevedendo un regime semplificato per i clienti professionali.

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

- richiedere la **comunicazione** di dati e notizie e la trasmissione di atti e di documenti, fissando i relativi termini;
- effettuare **ispezioni**.

La disciplina delle offerte attraverso portali per la raccolta di capitali (nuovo art. 100-ter del TUF): le previsioni della norma primaria

Il TUF consente lo svolgimento di offerte al pubblico tramite uno o più portali a **condizione** che tali offerte:

- siano condotte **esclusivamente** tramite portali a ciò dedicati,
- abbiano ad oggetto soltanto la sottoscrizione di **strumenti finanziari** emessi da **start-up innovative** in possesso dei requisiti stabiliti dal decreto crescita,
- abbiano **corrispettivo totale inferiore** a quello stabilito dalla Consob *ex* art. 100, comma 1, lett. c) del TUF (che stabilisce i casi di inapplicabilità della disciplina sul prospetto)
 - secondo l'art. 34-ter del Regolamento Emittenti (che attua il citato art. 100, comma 1, lett. c) del TUF) tale soglia è stabilita in **5 milioni di euro**.

(segue) la disciplina delle offerte attraverso portali per la raccolta di capitali (nuovo art. 100-ter del TUF): le deleghe attribuite alla Consob

Ai sensi del nuovo art. 100-ter del TUF, 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 diversi dai clienti professionali** nel caso in cui i soci di controllo della *start-up* innovativa cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta.

Grazie per l'attenzione