



CAMERA DI  
COMMERCIO  
MILANO



CONSORZIO CAMERALE  
PER IL CREDITO E LA FINANZA  
D.M.3/7/1986 - D.M. 22/4/1997 - D.M. 3/2/2005

## **Gruppo di lavoro sul crowdfunding**

---

**Contributo alla consultazione pubblica sul regolamento in materia di raccolta di capitali di rischio da parte di start up innovative tramite portali on-line**

*Milano, 29 aprile 2013*

*Camera di commercio di Milano, Via Meravigli 9/B, 20123 Milano Tel. 02 85151*

*Consorzio camerale per il credito e la finanza, Via Camperio 1, 20123 Milano Tel. 02 8515 4258*



## Indice

<b>Premessa</b> .....	<b>3</b>
<b>Il gruppo di lavoro</b> .....	<b>5</b>
<b>Ruolo degli investitori istituzionali e professionali</b> .....	<b>6</b>
<i>(Condizioni per l'ammissione delle offerte sul portale)</i> .....	6
<i>(Definizioni)</i> .....	7
<b>Obblighi informativi</b> .....	<b>9</b>
<i>(Obblighi di correttezza)</i> .....	9
<i>(Informazioni relative alle singole offerte)</i> .....	10
<i>(Diritto di revoca)</i> .....	11
<b>Tutela del corretto funzionamento del mercato</b> .....	<b>11</b>
<i>(Requisiti di professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo)</i> .	11
<i>(Obblighi in capo alle banche e alle imprese di investimento che ricevono gli ordini dal gestore)</i> .....	12
<i>(Effetti della perdita dei requisiti di onorabilità)</i> .....	12



## Premessa

L'attenzione verso le start up innovative e il supporto al loro percorso di crescita e consolidamento sui mercati rappresentano due importanti priorità per il sistema camerale.

Da un lato, infatti, è fondamentale sostenere la nascita di nuove imprese ad alto potenziale di crescita, per fare di esse dei veri e propri acceleratori di sviluppo, in grado di innescare un circolo virtuoso nel nostro tessuto imprenditoriale. Dall'altro, è evidente la necessità di valorizzare l'innovazione non solo come asset della competitività internazionale delle imprese ma anche come strumento attivo della politica di attrazione degli investimenti e di rilancio dell'economia.

La predisposizione di una cornice giuridica che offra un perimetro di crescita certo per il crowdfunding è, senza dubbio, un importante tassello in questa direzione e il fatto che l'Italia sia il primo paese a regolamentare il fenomeno è naturalmente motivo di orgoglio e di buon auspicio per il futuro. In questo senso, riteniamo doveroso dare atto a Consob di aver realizzato un imponente lavoro di analisi e proposta. Allo stesso tempo, riteniamo fondamentale che i diversi operatori, pubblici e privati, che sono attivi nel supporto delle start up innovative, forniscano a Consob informazioni e proposte utili a trovare il giusto equilibrio tra l'esigenza di regolamentare il mercato, per garantirne un corretto funzionamento, e quella di concedere ai soggetti che vi operano un'adeguata autonomia, per favorire la nascita e il consolidamento di questo nuovo strumento di finanziamento per le imprese.

Siamo, infatti, consapevoli che questa fase di avvio del mercato dell'equity crowdfunding deve rappresentare, per il regolatore e per gli operatori, una specie di banco di prova per testarne le potenzialità di crescita e la capacità di rappresentare effettivamente un utile strumento di capitalizzazione e finanziamento non solo delle start up ma di tutte quelle imprese che, innovative o no, abbiano ampie potenzialità di crescita e possano contribuire a consolidare la competitività internazionale del nostro paese. Proprio per questo motivo, riteniamo necessario garantire regole certe che evitino comportamenti opportunistici, tali da minare irrimediabilmente la credibilità dell'equity crowdfunding, ma consideriamo altrettanto fondamentale evitare un eccesso di vincoli e di adempimenti che rischierebbero, in questa fase, di soffocare sul nascere il nuovo strumento.

Sulla base di tali considerazioni, la Camera di commercio di Milano e il Consorzio camerale per il credito e la finanza hanno costituito un gruppo di lavoro finalizzato a partecipare, con un proprio documento di riflessione, alla consultazione pubblica che Consob ha promosso sul regolamento in esame.

Il gruppo, formato da rappresentanti del sistema camerale, da esponenti del mondo accademico e da esperti e operatori di primo piano del mercato, è stato costruito in modo tale da perseguire un



duplice obiettivo: da un lato, garantire una comprensione la più ampia possibile del fenomeno, in modo da disporre di una visione integrata dei diversi aspetti che caratterizzano il mercato; dall'altro, focalizzare l'attenzione e indirizzare i lavori lungo due linee di sviluppo principali, ovvero il possibile ruolo delle Camere di commercio e la tutela del corretto funzionamento del mercato.

In questo senso, le considerazioni di seguito elencate vogliono essere non tanto un commento tecnico puntuale sulle singole norme del regolamento, che si ritiene opportuno lasciare agli operatori del mercato, quanto piuttosto una riflessione più ampia sul ruolo che il crowdfunding può svolgere per la crescita del paese e sulle modalità più efficaci per garantirne un corretto funzionamento.

Le riflessioni svolte, pur rappresentando una sintesi del confronto sviluppatosi all'interno del gruppo e pur tenendo conto degli spunti e dei suggerimenti che gli esperti e gli operatori del mercato hanno trasmesso, sono frutto di una autonoma elaborazione degli estensori del documento e, pertanto, in nessun caso vincolano o creano responsabilità in capo ai componenti del gruppo di lavoro.

I coordinatori del gruppo:

Denise Di Dio

Gianmarco Paglietti



## Il gruppo di lavoro

Coordinatori:

- **Denise Di Dio**, Area Nuove Imprese e Capitale Umano della Camera di commercio di Milano
- **Gianmarco Paglietti**, Area Studi e Comunicazione del Consorzio camerale per il credito e la finanza

Hanno partecipato ai lavori del gruppo, apportando un prezioso contributo alla discussione del presente documento:

- **Marco Bicchocchi Pichi**, Management3 Srl
- **Corrado Bottoli**, Ufficio Credito Camera di commercio di Milano
- **Gianluca Dettori**, Dpixel
- **Pietro Fioruzzi**, Cleary Gottlieb
- **Marco Luigi Gabaglio**, Banca Prossima
- **Massimo Imperiali**, Futurimpresasgr
- **Valentina Lanfranchi**, AIFI
- **Lucia Marchegiani**, Luiss Roma
- **Tomaso Marzotto Caotorta**, IBAN
- **Renato Montalbetti**, Area Piccole e Micro Imprese Unioncamere Lombardia
- **Andrea Muti**, Area Promozione Servizi alle Imprese Unioncamere Nazionale
- **Marco Ottolini**, Styloola
- **Ivana Pais**, Università Cattolica di Milano
- **Fabio Saccone**, Cleary Gottlieb
- **Roberto Valente**, Funzione Sviluppo Unioncamere Lombardia



## Ruolo degli investitori istituzionali e professionali

### Art. 26

#### *(Condizioni per l'ammissione delle offerte sul portale)*

1. Ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale, il gestore verifica:

a) che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali ovvero da fondazioni bancarie, società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo di cui all'art. 2 della legge 5 ottobre 1991 n. 317, incubatori di start-up innovative di cui all'art. 25, comma 5, del decreto. A tali fini, l'emittente fornisce al gestore la documentazione relativa alla sottoscrizione della quota riservata agli investitori professionali;

La previsione di un co-investimento da parte di investitori istituzionali e/o professionali (di seguito indicati come *investitori istituzionali*) può rappresentare un utile strumento per rafforzare la tutela degli investitori retail, sotto il profilo sia della capacità di valutazione sia dell'informazione sui progetti imprenditoriali ammessi ai portali di crowdfunding.

Si ritiene, però, opportuna una riflessione circa l'obbligo della sottoscrizione preventiva, da parte degli investitori istituzionali, della quota di capitale loro riservata quale requisito discriminante per l'ammissione delle offerte stesse sui portali.

In primo luogo, l'obbligo di sottoscrizione preventiva potrebbe rappresentare una (involontaria) distorsione del mercato a favore di quelle start up che già dispongano, ex ante, del sostegno di investitori istituzionali, come nel caso, ad esempio, degli incubatori o delle società per l'innovazione. In tal caso, la norma potrebbe rappresentare un ostacolo notevole per lo sviluppo e il corretto funzionamento del mercato, senza scongiurare, in casi estremi, il rischio di un conflitto di interessi per lo stesso investitore istituzionale, che godrebbe di un notevole potere di condizionamento del mercato a favore dei progetti da esso stesso sponsorizzati.

In secondo luogo, l'obbligo di sottoscrizione preventiva esporrebbe gli investitori istituzionali al rischio di dover comunque sostenere la capitalizzazione di un progetto anche nel caso in cui questo non incontrasse il favore del mercato. Ciò potrebbe rappresentare un disincentivo per gli investitori a intervenire sul mercato penalizzando, di fatto, le stesse start up innovative.

La soluzione prospettata dal gruppo di lavoro prevede, invece, l'obbligo di sottoscrizione non come prerequisito per l'ammissione ai portali ma come requisito per la chiusura dell'offerta.

In questa logica, gli investitori istituzionali dovrebbero limitarsi a sottoscrivere, nella fase iniziale, un impegno formale alla copertura della quota minima di propria competenza prevista dal



regolamento, che diventerebbe esecutivo solo nel momento in cui fossero effettivamente raggiunti gli obiettivi di raccolta prefissati dalla start up innovativa.

D'altra parte, tenuto conto delle prevedibili difficoltà iniziali che l'equity crowdfunding potrebbe incontrare per la ancora scarsa conoscenza dello strumento presso il pubblico, si potrebbe prevedere l'obbligo in capo all'investitore istituzionale di garantire comunque, una volta superata una soglia minima prestabilita, il completamento dell'operazione di capitalizzazione sottoscrivendo e versando le quote eventualmente mancanti per il raggiungimento dell'obiettivo prefissato.

Questi accorgimenti concorrerebbero, a nostro parere, a ridurre le possibili distorsioni e i potenziali condizionamenti del mercato senza, peraltro, diminuire la funzione di tutela degli investitori non professionali a cui è finalizzata la norma.

#### Art. 2, j)

##### **(Definizioni)**

*«investitori professionali»: i clienti professionali privati di diritto, individuati nell'Allegato n. 3, al punto I, del Regolamento Consob in materia di intermediari, adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche, nonché i clienti professionali pubblici di diritto di cui all'art. 2 del D.M. 11 novembre 2011 n. 236 emanato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.*

L'art. 26 del regolamento prevede che la quota riservata agli investitori istituzionali possa essere sottoscritta dai soggetti previsti dall'art. 2, comma j) che rimanda alle definizioni di clienti professionali privati di diritto (ex regolamento Consob in materia di intermediari) e di clienti professionali pubblici di diritto (ex Decreto MEF n. 236 del novembre 2011).

L'obiettivo, del tutto condivisibile, degli articoli citati è quello di accrescere, da un lato, le tutele a favore degli investitori retail e di garantire, dall'altro, che gli investitori istituzionali dispongano essi stessi della professionalità e dell'esperienza necessaria per operare con consapevolezza sul mercato dei capitali di rischio.

In considerazione, però, dello sviluppo ancora relativamente limitato – se confrontato con le esperienze estere più mature – del mercato del seed e del venture capital in Italia, è lecito domandarsi se le categorie di investitori istituzionali identificate dall'art. 2, comma j) siano sufficienti e idonee a garantire uno sviluppo adeguato del mercato del crowdfunding e tali da permettere alle start up meritevoli di poter accedere a questo strumento.



A tal fine, riteniamo utile riflettere sulla possibilità di estendere le categorie di investitori istituzionali previste dal presente regolamento anche ad altri soggetti, quali ad esempio i clienti professionali su richiesta, come identificati dal punto II dell'Allegato 3 del Regolamento Consob sugli intermediari, fatti salvi i requisiti di prudenza ivi richiesti. In tal modo, riteniamo si possa ridimensionare il rischio di limitare le potenzialità dello strumento senza, d'altra parte, indebolire gli intenti di tutela degli investitori retail che sono propri del dispositivo in esame.

Un secondo punto che riteniamo opportuno approfondire riguarda il possibile ruolo delle Camere di commercio. Allo stato attuale sono poco numerose le Camere che hanno istituito SGR autorizzate a operare sul mercato dei capitali di rischio e potenzialmente adatte a intervenire a copertura della quota di riserva prevista dall'art. 26 del presente regolamento. Si è, però, riscontrato un interesse di massima verso l'ipotesi di un conferimento di risorse finanziarie a favore di un fondo intercamerale che possa intervenire, con funzioni di investitore istituzionale o affidato in gestione a un soggetto-veicolo appositamente identificato, a copertura della quota di riserva richiesta per l'ammissione delle offerte sui portali.

In tal senso, sarebbe utile, anche ai fini di un approfondimento della riflessione da parte del sistema camerale, comprendere se e a quali condizioni sia configurabile un intervento da parte del sistema camerale ai fini della sottoscrizione delle quote riservate del capitale di start up innovative.





## Obblighi informativi

### Art. 14, comma 2

#### *(Obblighi di correttezza)*

*Il gestore fornisce agli investitori, in forma comprensibile, informazioni corrette, chiare e non fuorvianti in merito all'offerta affinché gli stessi possano ragionevolmente comprendere la natura dell'investimento, il tipo di strumenti finanziari offerti e i rischi ad essi connessi e prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole.*

L'art. 14, al comma 2, stabilisce che il gestore fornisce agli investitori, in forma comprensibile, le informazioni utili affinché possano ragionevolmente comprendere la natura e i rischi connessi all'investimento nelle start up ammesse ai portali.

E', senza dubbio, da condividere l'intento di garantire trasparenza, correttezza e completezza delle informazioni, in modo da tutelare il più possibile gli investitori retail e da garantire un uso consapevole ed efficiente dello strumento. Proprio in tale ottica, si propone di valutare l'opportunità di inserire, tra le informazioni obbligatorie dei portali, anche i track record sulle operazioni di investimento effettuate dagli investitori istituzionali che abbiano sottoscritto le quote riservate di capitale previste dall'art. 26 del presente regolamento. I dati dovrebbero riguardare, in particolare, le performance generali degli investitori e quelle particolari relative a operazioni di seed e venture capital, al fine di fornire un quadro esauriente circa l'esperienza e i risultati conseguiti dai diversi operatori professionali.



Art. 17, comma 1, a)

*(Informazioni relative alle singole offerte)*

1. In relazione a ciascuna offerta il gestore pubblica:

*a) le informazioni indicate nell'Allegato 3 al presente Regolamento e ne aggiorna senza indugio il contenuto in caso di variazioni intervenute o di errori materiali rilevati nel corso dell'offerta, portando contestualmente ogni aggiornamento a conoscenza dei soggetti che hanno aderito all'offerta. Le informazioni relative all'offerta sono pubblicate attraverso una scheda sintetica redatta secondo il modello contenuto nell'Allegato 3.*

L'allegato 3 al presente regolamento, richiamato dall'art. 17, comma 1, a), elenca alcune informazioni che il gestore deve fornire in capo alle singole offerte presenti sul portale. Al fine di garantire correttezza e aggiornamento delle informazioni riportate, si potrebbe prevedere la possibilità di predisporre link tra i portali di crowdfunding e le sezioni dedicate dei siti Web delle Camere di commercio che, come richiesto dalla normativa, gestiscono le sezioni speciali del registro delle imprese riservate alle start up innovative.

Si potrebbe, inoltre, avviare una condivisione con i gestori dei portali delle informazioni disponibili presso le Camere di commercio sulle start up innovative, usufruendo delle banche dati camerale. In particolare, la Camera di commercio potrebbe fornire la disponibilità di dati traibili dalle visure, dal registro informatico dei protesti, dai prospetti informativi, contenenti gli assetti proprietari, gli amministratori e gli atti depositati, nonché dall'archivio dei marchi e brevetti.

Il supporto fornito dalle Camere di commercio potrà, peraltro, andarsi a inserire in un più ampio quadro di assistenza delle imprese, attraverso un servizio di tutoraggio e di accompagnamento sul mercato che fornisca alle aziende gli strumenti e le indicazioni utili per predisporre la documentazione e le informazioni necessarie per una corretta valutazione del progetto imprenditoriale.



## Art. 27

### *(Diritto di revoca)*

1. *Gli investitori diversi dai professionali che hanno manifestato la volontà di sottoscrivere strumenti finanziari oggetto di un'offerta condotta tramite portale, hanno il diritto di revocare la loro adesione quando, tra il momento dell'adesione all'offerta e quello in cui la stessa è definitivamente chiusa, sopravvenga un fatto nuovo o sia rilevato errore materiale concernenti le informazioni esposte sul portale, che siano atti a influire sulla decisione dell'investimento. Il diritto di revoca può essere esercitato entro sette giorni dalla data in cui le nuove informazioni sono state portate a conoscenza degli investitori.*

Nel commento all'art. 27, Consob evidenzia che, nelle schede informative relative alle singole offerte, dovrebbe essere indicata la data di effettivo addebito dei fondi sui conti dei sottoscrittori, auspicando che tale data non sia anteriore a quella di effettiva sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti sui portali.

Ai fini della completezza dell'informazione e per garantire un corretto funzionamento del mercato, potrebbe essere utile prevedere che questa informazione faccia parte obbligatoriamente delle schede di sintesi e che, salvo espliciti accordi in tal senso, la data di addebito non sia in alcun caso anteriore alla data di sottoscrizione degli strumenti.

## **Tutela del corretto funzionamento del mercato**

### Art. 10

#### *(Requisiti di professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo)*

2. *I soggetti indicati al comma 1 sono scelti secondo criteri di professionalità e competenza fra persone che hanno maturato una esperienza complessiva di almeno un biennio nell'esercizio di:*
- a) attività di amministrazione o di controllo ovvero compiti direttivi presso imprese;*
  - b) attività professionali in materia attinente al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo;*
  - c) attività d'insegnamento universitario in materie giuridiche o economiche;*
  - d) funzioni amministrative o dirigenziali presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo ovvero presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni che non hanno attinenza con i predetti settori purché le funzioni comportino la gestione di risorse economico-finanziarie.*

La norma è giustamente finalizzata a garantire requisiti minimi di professionalità per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo. Si ravvisa, però, il rischio che tali norme risultino eccessivamente stringenti per i gestori dei siti che operano essenzialmente come fornitori di una piattaforma informatica, senza gestire in alcun modo le transazioni



finanziarie tra emittenti e investitori che sono, invece, demandate agli istituti di credito e agli altri soggetti autorizzati e vigilati.

### **Art. 19**

#### ***(Obblighi in capo alle banche e alle imprese di investimento che ricevono gli ordini dal gestore)***

- 1. Le banche e le imprese di investimento che ricevono da un gestore gli ordini di un investitore relativi agli strumenti finanziari ne curano il perfezionamento sulla base di un contratto per la prestazione di servizi di investimento stipulato con l'investitore.*
- 2. Ai fini dello svolgimento dell'attività prevista al comma 1, le banche e le imprese di investimento applicano, in ragione dei servizi o attività di investimento effettivamente prestati nei confronti dell'investitore, le pertinenti regole di condotta previste dal Testo Unico e dalla relativa disciplina di attuazione.*

Per garantire una sufficiente omogeneità di condizioni di accesso allo strumento da parte di emittenti e investitori retail, sarebbe forse opportuno predisporre preventivamente un elenco delle possibili modalità operative e dei mezzi di pagamento ammessi per la regolarizzazione delle transazioni. In tal modo si garantirebbe una maggior trasparenza nelle transazioni, anche ai fini della tracciabilità dei flussi finanziari, e regole certe a cui fare riferimento per la gestione degli ordini provenienti dagli investitori non professionali.

### **Art. 11**

#### ***(Effetti della perdita dei requisiti di onorabilità)***

- 1. I soggetti che detengono il controllo e coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo comunicano senza indugio all'organo che svolge funzioni di amministrazione la perdita dei requisiti di onorabilità.*
- 2. Il venir meno dei requisiti di onorabilità richiesti ai soggetti indicati al comma 1 comporta la cancellazione del gestore dal registro, a meno che tali requisiti non siano ricostituiti entro il termine massimo di due mesi.*

Il regolamento prevede, all'art. 11, la cancellazione dal registro gestito da Consob dei gestori cui siano venuti meno i requisiti di onorabilità e che non siano stati in grado di ricostituirli entro due mesi.

Ai fini di tutelare il corretto funzionamento del mercato, si propone di approfondire quali accorgimenti possono o devono essere assunti da Consob o da altri enti pubblici per garantire che



l'eventuale cancellazione del gestore dal registro non comporti conseguenze gravi per emittenti e investitori retail.

In particolare, appare opportuno valutare quali siano le azioni immediate da mettere in atto in caso di cancellazione, per garantire il corretto funzionamento dello strumento, e quali interventi debbano essere previsti, nel medio-lungo periodo, per ripristinare il corretto flusso di informazioni tra emittenti e investitori. In tale evenienza, andrà valutata l'opportunità di immaginare eventualmente un ruolo temporaneo di supplenza da parte di Consob o di altri enti pubblici, quali ad esempio le Camere di commercio.