

REGOLAMENTO SULLA “RACCOLTA DI CAPITALI DI RISCHIO DA PARTE DI START-UP INNOVATIVE TRAMITE PORTALI ON-LINE”

**RELAZIONE SULL’ATTIVITÀ DI ANALISI D’IMPATTO DELLA
REGOLAMENTAZIONE (AIR) E SUGLI ESITI DELLA
PROCEDURA DI CONSULTAZIONE**

INDICE

1. Il <i>crowdfunding</i> e la disciplina della “raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line”	p. 2
2. Il <i>problema</i> e gli <i>obiettivi</i>: motivazione e principi fondamentali della disciplina	p. 3
3. Attività di <i>Analisi di Impatto della Regolamentazione</i> effettuate nell’ambito della definizione del testo di Regolamento posto in consultazione	p. 5
4. Aggiornamento dell’<i>Analisi di Impatto della Regolamentazione</i> ad esito della consultazione	p.13
5. Conseguenze sulla regolamentazione sull’attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori	p. 18
6. <i>Valutazione di Impatto della Regolamentazione (VIR)</i>: definizione di un sistema di indicatori per la valutazione <i>ex post</i> dei benefici e dei costi della regolamentazione	p. 20
7. Riferimenti bibliografici	p. 22

1. Il *crowdfunding* e la disciplina della “raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line”

Il *crowdfunding* consiste nel finanziamento di progetti “esposti” su portali *on-line*, da parte di una “massa” di investitori (*crowd*), attraverso l’offerta di denaro (*funding*) via *internet*. Inizialmente sviluppatosi in Australia e negli USA, il fenomeno è oggi diffuso anche in Europa. La maggior parte delle piattaforme si basano sull’investimento di denaro in vista di una specifica ricompensa (c.d. “*reward-based*”) o al solo scopo di sostenere un’attività (modello “*donation-based*”). Inoltre, il *crowdfunding* può consistere in un prestito da parte di privati ad altri privati, ricompensato con il pagamento di interessi ed effettuato per il tramite di piattaforme *on-line* (modello “*social lending*” o “*peer to peer lending*”).

L’oggetto dell’investimento può anche essere un vero e proprio titolo di partecipazione societaria (modello “*equity-based*”). In tal caso, la “ricompensa” per l’offerta di denaro sarà data dal complesso di diritti patrimoniali e amministrativi incorporati nel titolo di partecipazione. Questi modelli sono esemplificativi e non esauriscono l’insieme delle forme di *crowdfunding* esistenti a livello globale.

Nella maggior parte dei Paesi in cui vi sono portali di *crowdfunding* il fenomeno non è soggetto a regole specifiche. In alcuni casi i gestori dei portali sono soggetti autorizzati delle Autorità di vigilanza. Negli USA, il Presidente Barack Obama ha approvato nel 2012 il *Jumpstart Our Business Startups* (“*Jobs Act*”) che ha introdotto una particolare esenzione al *Securities Act* per l’autorizzazione all’esercizio dell’attività di intermediazione in materia di *crowdfunding* (“*crowdfunding exemption*”). Il *Jobs Act* ha delegato l’attuazione delle norme primarie alla SEC, che tuttavia non ha ancora approvato una specifica regolamentazione.

L’Italia è il **primo Paese in Europa** ad essersi dotato di una normativa specifica, mentre in ambito europeo esistono per lo più alcuni documenti pubblicati dalle Autorità di vigilanza del settore finanziario a fini illustrativi delle caratteristiche delle varie tipologie di *crowdfunding*, dei rischi per l’investitore e degli ambiti normativi vigenti nei quali il fenomeno può essere inquadrato giuridicamente. In Europa, quindi, i portali *on-line* operano secondo modalità differenti, sotto l’occhio “vigile” delle Autorità nazionali e dell’ESMA, che nel settembre del 2012 ha pubblicato una “Avvertenza per gli investitori” relativa alle “Insidie dell’investimento *on-line*”. Ne risulta quindi una considerevole eterogeneità dei modelli di business correlata sia alla fase di sviluppo concorrenziale quanto alla mancanza di una regolamentazione armonizzata su base europea. Secondo studi recenti¹ sulle piattaforme operanti in Italia risultano un totale di 37 piattaforme operanti di cui: 17 *reward-based*, 10 *donation*, 7 riconducibili, anche se non perfettamente, allo schema *equity-based*, 3 di *social lending*. Le sedi delle piattaforme sono concentrate al Nord Italia e un piattaforma ha sede legale all’estero (Londra, GB).

¹ Cfr. Analisi delle piattaforme di Crowdfunding Italiane, Castrataro-Pais, Novembre 2012 e successivi aggiornamenti

2. Il problema e gli obiettivi: motivazione e principi fondamentali della disciplina

Il Decreto Legge n. 179/2012 recante “Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese” (c.d. “Decreto crescita *bis*”, 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*”). Le “*start-up innovative*” sono definite dal “Decreto crescita *bis*” (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, il legame con l’innovazione ad alto contenuto tecnologico e la distribuzione degli utili. Il decreto contempla anche le *start-up* innovative a vocazione sociale. In tale contesto, la norma primaria ha ***delegato la Consob*** a disciplinare la gestione di portali per la raccolta di capitali (art. 50-quinquies del TUF) e le offerte effettuate attraverso tali portali (art. 100-ter del TUF).

Il ***problema*** che la norma primaria vuole affrontare è costituito dalla ***scarsità di canali per la raccolta di fondi*** da parte di ***soggetti imprenditoriali di nuova costituzione caratterizzati da uno specifico profilo rischio/rendimento***, che incorpora un alto tasso di mortalità ma anche la possibilità di ritorni elevati in caso di successo di iniziative basate su prodotti e tecnologie innovativi. Gli ***intermediari tradizionali*** non sono incentivati ad indirizzare il risparmio verso forme così rischiose di investimento: il “circuito indiretto” presuppone una ***trasformazione del rischio*** che può rivelarsi sproporzionata nel caso in cui si intendesse “trasformare” depositi in azioni rischiose. Gli intermediari tradizionali, infatti, hanno la necessità, resa ancor più stringente dalla crisi finanziaria, di contenere il grado di rischio delle attività rispetto a quello delle passività e, a tal fine, sono portate a ridurre le disponibilità di fondi per imprese ad elevato rischio come le *start-up* innovative. In tale contesto, il *crowdfunding* potrebbe costituire per tali soggetti un canale alternativo di promozione delle proprie iniziative direttamente nei confronti dei risparmiatori, riducendo i costi di intermediazione a fronte una maggiore responsabilizzazione nelle scelte di investimento. Il “Decreto crescita *bis*” ha pertanto consentito la creazione di strumenti (portali *on-line*) atti a favorire lo sviluppo di un “***circuito diretto***” di ***investimento in start-up innovative***, pur con la consapevolezza che la riduzione del grado di intermediazione richiede di affrontare ***ulteriori problematiche***, legate alle ***asimmetrie informative e alla capacità di valutazione***, che frenano la domanda e l’offerta diretta di fondi.

Le previsioni in materia di *crowdfunding* sono dunque dettate con gli ***obiettivi*** di ***facilitare l’accesso al capitale a tutte le start-up innovative*** (anche in deroga al divieto per s.r.l. di ricorso al pubblico risparmio) e di ***agevolare l’investimento nel capitale di start-up innovative anche da parte di investitori non professionali***, in coerenza con le finalità generali del decreto, volto a favorire la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico e l’occupazione, in particolare quella giovanile.

La Relazione illustrativa del decreto individua anche gli **obiettivi** sottostanti alla delega regolamentare e al potere di vigilanza attribuiti alla Consob. In particolare, all’Istituto è affidata la **creazione di un “ambiente” affidabile** nel quale possano operare i **“gestori dei portali on-line”** (diversi dalle banche e dalle SIM che possono svolgere tale attività senza necessità di autorizzazione *ad hoc*). A tali soggetti è riservata una particolare disciplina di favore, in quanto risultano destinatari di **“oneri autorizzativi e regolamentari semplificati rispetto a quelli generalmente applicabili ai soggetti che svolgono servizi di investimento”** e di **“un regime derogatorio degli obblighi di comportamento e della disciplina della promozione e collocamento a distanza di servizi e strumenti finanziari”**. Nondimeno, la regolamentazione deve integrare la **dotazione di strumenti di valutazione del profilo rischio/rendimento** a disposizione degli investitori già previsti dal Decreto, attraverso l’emanazione di regole di condotta per i gestori e della disciplina relativa a tali offerte **“al fine di tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali”** mettendoli nelle condizioni di operare scelte consapevoli.

3. Attività di *Analisi di Impatto della Regolamentazione* effettuate nell'ambito della definizione del testo di Regolamento posto in consultazione

3.1 *Raccolta dei dati e definizione delle opzioni di intervento*

L'attività di AIR è iniziata immediatamente a seguito dell'approvazione del Decreto Legge. Nelle more dell'approvazione della Legge di conversione, infatti, alla luce del carattere innovativo dell'attività da disciplinare, si è ritenuto opportuno dare avvio ad una fase di ***raccolta di studi e ricerche*** in materia di *crowdfunding*.

Successivamente, a seguito della definitiva approvazione della disciplina primaria e delle deleghe alla Consob, è stata pianificata una ***indagine conoscitiva***. In data 21 gennaio 2013 è stato pubblicato un questionario, suddiviso in quattro sezioni riferite ai diversi destinatari della disciplina (gestori "potenziali", investitori professionali, investitori *retail* e *start-up* innovative) indirizzato a tutti i soggetti potenzialmente interessati al tema del *crowdfunding*. Tale consultazione preliminare si è chiusa in data 8 febbraio 2013: sono pervenute all'Istituto n. 51 risposte, oltre a 7 contributi di sistema, inviati senza utilizzare il *format* del questionario.

Nel corso della consultazione, inoltre, è stato realizzato un evento (***open-hearing***) aperto al pubblico presso l'auditorium della Consob, al fine di presentare l'attività conoscitiva propedeutica alla redazione della bozza di regolamento, di proporre ai partecipanti la strategia regolamentare dell'Istituto e di offrire la possibilità di intervenire per manifestare le proprie considerazioni.

Oltre alla necessaria costruzione di un patrimonio di conoscenze sul fenomeno del *crowdfunding*, anche in ottica comparata, tali attività hanno consentito di identificare alcuni assunti su cui fondare la definizione delle opzioni di intervento.

In particolare, attraverso le risposte fornite, con riferimento alla ***struttura organizzativa*** dei gestori è emerso che gli stessi potrebbero operare efficacemente anche con una dotazione ridotta di personale e con costi contenuti², mentre in relazione ai ***requisiti di professionalità*** richiesti per i vertici aziendali del gestore, è stata evidenziata l'importanza strategica delle competenze economiche, legate alla selezione dei progetti da esporre, rispetto a quelle informatiche, più legate alla gestione operativa dei siti. D'altra parte, alcuni soggetti intervenuti hanno evidenziato la necessità di creare un ***ambiente competitivo più omogeneo possibile***, bilanciando la disciplina di favore prevista per i gestori autorizzati con quella estremamente onerosa da applicare i gestori

² Secondo quanto emerso in consultazione, vi è una elevata variabilità nei costi "attesi" di gestione del portale: il *range* varia da 10.000 € a 1 milione di €. La regolamentazione avrà un peso rilevante nella effettiva realizzazione di tali costi e rappresenta uno dei fattori in grado di spiegare tale variabilità previsionale.

di diritto, che operano in qualità di intermediari autorizzati ai sensi delle regole sulla prestazione dei servizi di investimento contenute nella “MiFID”.

Con riferimento ai *rischi associati all’adesione di offerte tramite portali on-line* è emerso, da una parte, il forte timore di comportamenti opportunistici e patologici (rischio di “frode”) e, dall’altra, il rischio legato alla carenza di informazioni, anche successive rispetto al periodo d’offerta. La creazione di un ambiente affidabile, dunque, dipende sia dalla disponibilità di informazioni sui progetti esposti, fra cui quelle “*chiave*” sono state identificate nel *progetto imprenditoriale*, nei *piani strategici e operativi dell’azienda*, nei “*curriculum vitae*” degli amministratori e nei *rischi associati all’iniziativa imprenditoriale*, ma anche dalla capacità dei gestori di realizzare un “filtro” sugli offerenti, che non potrà in ogni caso garantire il successo dell’iniziativa imprenditoriale, ma dovrebbe almeno assicurare la buona fede dell’emittente, nonché offrire agli investitori servizi accessori anche successivamente alla chiusura di un’offerta, ad esempio mediante la gestione dei rapporti fra l’insieme degli aderenti alla stessa e la *start-up* che ha effettuato la raccolta.

Quanto alle modalità di veicolazione delle informazioni, la realizzazione di offerte *on-line* sembra offrire più opportunità che rischi: il *costo di accesso dovrebbe risultare generalmente ridotto* e la possibilità di ricorrere a *modalità innovative* di strutturazione della “documentazione” informativa dovrebbe favorire il ricorso a tecniche multimediali in grado di accrescere l’efficacia dei presidi informativi riducendo, insieme al costo di produzione e accesso, anche quello di effettiva comprensione ed elaborazione delle informazioni ai fini della scelta di investimento.

Un ulteriore strumento per la creazione di un ambiente affidabile è stato identificato dal legislatore nella *sottoscrizione obbligatoria di una quota di ciascuna offerta da parte di investitori professionali*. In tal senso, alla Consob è stata delegata la definizione della quota che dovrà essere effettivamente sottoscritta da tali soggetti e la eventuale identificazione di ulteriori categorie di soggetti da assimilare agli investitori professionali. Per affrontare la definizione delle *opzioni di quantificazione della quota*, nell’ambito del questionario rivolto agli operatori sono stati previsti dei quesiti le cui risposte hanno permesso di evidenziare che la sottoscrizione di soggetti professionali di una quota dell’offerta non risulta essere uno strumento decisivo ai fini in argomento. D’altra parte, anche gli investitori professionali intervenuti nell’ambito dell’indagine conoscitiva hanno evidenziato l’interesse alla sottoscrizione di una quota contenuta (non oltre i 50.000 € e comunque non più del 20% del controvalore complessivo dell’offerta).

Il patrimonio informativo raccolto e analizzato nell’ambito dei lavori preparatori alla redazione del testo ha condotto alla identificazione di opzioni basate su una valutazione qualitativa di *vantaggi e svantaggi* associati alle stesse. Infatti, alcune delle principali scelte normative poste in consultazione sono state supportate dall’utilizzo delle metodologie AIR, nell’intento di tener conto delle conseguenze connesse alle possibili

opzioni regolamentari adottabili. L'introduzione di una *valutazione ex ante* delle proposte mira a conseguire i seguenti obiettivi:

- ✓ assicurare una *corretta individuazione del problema* da affrontare e dei presumibili effetti di un eventuale intervento regolamentare, avendo come finalità ultima la *massimizzazione dei benefici netti* per i diversi portatori di interesse (intermediari, utenti dei servizi finanziari, il sistema economico);
- ✓ *rafforzare l'azione regolamentare*, apportando al processo decisionale un contributo sostanziale sotto il profilo dell'analisi vantaggi/svantaggi (approccio qualitativo);
- ✓ *aumentare la trasparenza* del processo decisionale.

In particolare, le opzioni predisposte sono riferite a:

- 1) *l'inquadramento regolamentare delle disposizioni in materia di crowdfunding;*
- 2) *l'istituzione del registro dei gestori;*
- 3) *i requisiti di onorabilità degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale dei gestori di portali;*
- 4) *i requisiti di professionalità degli esponenti aziendali dei gestori di portali;*
- 5) *la definizione di regole di condotta;*
- 6) *lo schema per la diffusione delle informazioni sulle singole offerte delle start-up innovative;*
- 7) *l'individuazione di una particolare "categoria di investitori", alla quale riservare una quota degli strumenti finanziari offerti;*
- 8) *la sottoscrizione da parte di investitori professionali di una quota di strumenti finanziari offerti laddove l'offerta non sia destinata esclusivamente agli investitori professionali;*
- 9) *ancora con riferimento alla sottoscrizione da parte degli investitori professionali di una quota dell'offerta, se la stessa debba risultare quale requisito per l'ammissione o condizione per il perfezionamento dell'offerta;*
- 10) *l'introduzione di strumenti di tutela degli investitori retail nel caso di cessione delle partecipazioni di controllo;*
- 11) *la comunicazione dei flussi documentali alla Consob.*

3.2 Vantaggi e svantaggi associati alle opzioni regolamentari poste in consultazione

1) Inquadramento regolamentare

A. Regolamento autonomo.

B. Inclusionione nei regolamenti esistenti con riferimento alle specifiche materie.

	<i>Svantaggi</i>	<i>Vantaggi</i>
A <input checked="" type="checkbox"/>	☹ <i>Necessità di replicare alcuni riferimenti e definizioni (es. start up innovativa, strumenti finanziari, ecc.).</i> ☹ <i>Visione non sistematica di attività simili (servizi di investimento/offerta al pubblico di prodotti finanziari) dal punto di vista “funzionale”.</i>	☺ <i>Visione sistematica della regolamentazione sul crowdfunding.</i> ☺ <i>Single rule book del fenomeno per gli operatori e per l’attività di vigilanza.</i>
B <input checked="" type="checkbox"/>	☹ <i>Visione non sistematica della regolamentazione sul crowdfunding;</i> ☹ <i>Modifica di regolamenti Consob in vigore (coordinamento delle norme regolamentari).</i>	☺ <i>Collocamento delle regole connesse alla gestione di portali online nell’ambito dei servizi e delle attività cui fanno riferimento.</i>

2) Registro

A. Registro per i “gestori autorizzati”.

B. In aggiunta al registro di cui sopra, una sezione speciale per i “gestori di diritto”.

	<i>Svantaggi</i>	<i>Vantaggi</i>
A <input checked="" type="checkbox"/>	☹ <i>Impossibilità per start-up o investitori di avere una visione globale dei gestori presenti sul mercato.</i> ☹ <i>problematiche di vigilanza per la Consob (pubblicità sanzioni, ecc.).</i>	☺ –
B <input checked="" type="checkbox"/>	☹ <i>Semplice comunicazione da parte dei gestori ipso iure (mera efficacia di pubblicità notizia e di certificazione anagrafica).</i>	☺ <i>Visione globale per start-up o investitori dei gestori presenti sul mercato.</i> ☺ <i>Assenza di problematiche di vigilanza per la Consob (visione globale dei gestori, pubblicità sanzioni, contributi di vigilanza, ecc.).</i>

3) Requisiti di onorabilità

A. *Richiamo dei medesimi requisiti di onorabilità previsti per gli esponenti aziendali e i partecipanti al capitale degli intermediari.*

B. Definizione di requisiti meno stringenti e restrittivi.

	<i>Svantaggi</i>	<i>Vantaggi</i>
A <input checked="" type="checkbox"/>	☹ –	☺ <i>Elevato standard etico/comportamentale.</i> ☺ <i>Minore incertezza in termini di attività di vigilanza.</i> ☺ <i>Maggiore affidabilità dei gestori.</i>
B <input checked="" type="checkbox"/>	☹ <i>Maggiori rischi di ingerenza criminale.</i> ☹ <i>Problematiche relative alla vigilanza.</i>	☺ –

4) Requisiti di professionalità

A. Richiamo dei medesimi requisiti di professionalità previsti per gli esponenti aziendali e i partecipanti al capitale degli intermediari.

B. **Principio di proporzionalità e definizione di requisiti meno stringenti e restrittivi.**

	Svantaggi	Vantaggi
A <input checked="" type="checkbox"/>	<p>☹ <i>Barriera all'ingresso per soggetti non riconducibili al settore finanziario-bancario.</i></p> <p>☹ <i>Mancato rispetto dei principi di vigilanza regolamentare definiti dal TUF (proporzionalità, concorrenza, autonomia decisionale dei soggetti vigilati).</i></p>	<p>☺ -</p>
B <input checked="" type="checkbox"/>	<p>☹ -</p>	<p>☺ <i>Rispetto dei principi di vigilanza regolamentare definiti dal TUF (proporzionalità, concorrenza, autonomia decisionale dei soggetti vigilati).</i></p>

5) Regole di condotta

A. Regole uniformi sia per i “gestori autorizzati” sia per i “gestori di diritto”.

B. **Applicazione MiFID per “gestori di diritto” e regole speciali per “gestori autorizzati”.**

	Svantaggi	Vantaggi
A <input checked="" type="checkbox"/>	<p>☹ <i>Rischio gold plating per i gestori di diritto.</i></p> <p>☹ <i>Eccesso di delega rispetto alla normativa primaria.</i></p>	<p>☺ <i>Applicazione di regole di vigilanza uniformi (level playing field, vigilanza per funzioni).</i></p> <p>☺ <i>Certezza per gli investitori in merito alle regole applicabili alla medesima attività (gestione di portali).</i></p>
B <input checked="" type="checkbox"/>	<p>☹ <i>Approccio di vigilanza per soggetti (regole differenziate).</i></p> <p>☹ <i>Tutele differenziate per gli investitori per la medesima attività (se svolta da gestori di diritto o da gestori da autorizzare).</i></p>	<p>☺ <i>Stretta aderenza alla delega prevista dalla normativa primaria.</i></p> <p>☺ <i>Regole MiFID per i “gestori di diritto” (segue a pagina 10)</i></p> <p>☺ <i>Regole peculiari per i “gestori da autorizzare”, con applicabilità regole MiFID nella fase di trasmissione degli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari da parte di “gestori autorizzati” a banche o imprese di investimento autorizzate.</i></p>

6) Informazioni sulle singole offerte

A. *Predisposizione e standardizzazione dello schema per la diffusione delle informazioni sulle singole offerte delle start-up.*

B. Nessuna standardizzazione e definizione di schema di offerta.

	<i>Svantaggi</i>	<i>Vantaggi</i>
A <input checked="" type="checkbox"/>	<p>☹ <i>Raccolta delle informazioni richieste.</i></p> <p>☹ <i>Maggiori costi di compliance per i gestori (di diritto e autorizzati) e per le start-up innovative.</i></p>	<p>☺ <i>Rapidità del procedimento.</i></p> <p>☺ <i>Safe harbour per i gestori.</i></p> <p>☺ <i>Assenza di procedimento autorizzatorio e deposito a Consob.</i></p> <p>☺ <i>Set informativo definito in modo da favorire la comparabilità fra le offerte.</i></p> <p>☺ <i>Riduzione delle asimmetrie informative.</i></p>
B <input checked="" type="checkbox"/>	<p>☹ <i>Set informativo disomogeneo e non comparabile.</i></p> <p>☹ <i>Assenza di linee guida per i gestori.</i></p> <p>☹ <i>Rischio di sanzioni elevato.</i></p>	<p>☺ <i>Maggiore aderenza ai principi di vigilanza regolamentare definiti dal TUF (proporzionalità, concorrenza, autonomia decisionale dei soggetti vigilati).</i></p>

7) Categoria di investitori alla quale riservare una quota degli strumenti finanziari offerti

A. Clienti professionali privati di diritto e i clienti professionali pubblici di diritto.

B. *Inclusione nel novero dei citati soggetti anche le fondazioni bancari e gli incubatori di start-up innovative di cui all'art. 25, comma 5, del decreto.*

	<i>Svantaggi</i>	<i>Vantaggi</i>
A <input checked="" type="checkbox"/>	<p>☹ <i>Costi di intermediazione.</i></p>	<p>☺ <i>Preventiva valutazione della redditività/rischiosità dei progetti esposti sul portale effettuata da un soggetto professionale.</i></p> <p>☺ <i>Riduzione asimmetrie informative.</i></p>
B <input checked="" type="checkbox"/>	<p>☹ <i>Costi di intermediazione.</i></p>	<p>☺ <i>Incremento del novero dei soggetti in grado di finanziare la start-up.</i></p> <p>☺ <i>Riduzione asimmetrie informative.</i></p> <p>☺ <i>Preventiva valutazione della redditività/rischiosità dei progetti esposti sul portale effettuata da un soggetto professionale.</i></p> <p>☺ <i>Valutazione del progetto da parte di soggetti con specifica esperienza nel settore delle start-up innovative.</i></p> <p>☺ <i>Maggiore aderenza ai principi di vigilanza regolamentare definiti dal TUF (proporzionalità, concorrenza, autonomia decisionale dei soggetti vigilati).</i></p>

8) Quota riservata a investitori professionali

A. Sottoscrizione da parte di investitori professionali di una quota di strumenti finanziari pari al 5% dell'offerta.

B. Sottoscrizione da parte di investitori professionali di una quota di strumenti finanziari pari al 10% dell'offerta.

	Svantaggi	Vantaggi
A <input checked="" type="checkbox"/>	☹ Costi di intermediazione.	☺ Minori rischi di reperimento di soggetti professionali disposti ad investire in start-up innovative. ☺ Preventiva valutazione della redditività/rischiosità dei progetti esposti sul portale effettuata da un soggetto professionale. ☺ Maggiori possibilità di accedere al mercato da parte di start-up innovative.
B <input checked="" type="checkbox"/>	☹ Costi di intermediazione. ☹ Maggiori rischi in termini di fattibilità dell'offerta (maggiori barriere).	☺ Preventiva valutazione della redditività/rischiosità dei progetti esposti sul portale effettuata da un soggetto professionale.

9) Quota riservata a investitori professionali (se la stessa debba risultare quale requisito per l'ammissione o condizione per il perfezionamento dell'offerta)

A. Sottoscrizione quale requisito per l'ammissione delle offerte sui portali.

B. Sottoscrizione quale condizione per il perfezionamento delle offerte.

	Svantaggi	Vantaggi
A <input checked="" type="checkbox"/>	☹ Costi di intermediazione. ☹ Condizione ostativa per alla fattibilità dell'offerta.	☺ Maggiore affidabilità ex ante del progetto alla base dell'offerta (due diligence preliminare già svolta dal soggetto professionale). ☺ Conoscenza ex ante da parte dell'investitore del soggetto professionale sottoscrittore di una quota dell'offerta. ☺ Preventiva valutazione della redditività/rischiosità dei progetti esposti sul portale effettuata da un soggetto professionale.
B <input checked="" type="checkbox"/>	☹ Assenza di preventiva valutazione della redditività/rischiosità dei progetti esposti sul portale effettuata da un soggetto professionale. ☹ Costi di intermediazione. ☹ Maggiore incertezza per l'investimento dei clienti retail.	☺ Maggiore visibilità della start-up presso gli investitori professionali tramite l'utilizzo del portale (minori rischi di reperimento di soggetti professionali). ☺ Interesse pubblico allo sviluppo di iniziative in settori innovativi.

10) Strumenti di tutela in caso di cessione delle partecipazioni di controllo

A. Mera informativa agli investitori in presenza di cessione delle partecipazioni di controllo.

B. *Previsione del diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni.*

	Svantaggi	Vantaggi
A <input checked="" type="checkbox"/>	☹ <i>Minori tutele per gli investitori diversi dai clienti professionali che hanno contribuito con il loro apporto al successo dell'impresa.</i>	☺ <i>Incentivazione alla concorrenza.</i> ☺ <i>Autonomia negoziale.</i>
B <input checked="" type="checkbox"/>	☹ <i>Costi per il soggetto acquirente tenuto a rilevare anche le quote sottoscritte dagli investitori retail.</i>	☺ <i>Maggiori tutele per gli investitori diversi dai clienti professionali</i> ☺ <i>Tutela prevista dallo statuto delle società.</i>

11) Deposito flussi documentali

A. *Completa dematerializzazione della documentazione, delle procedure di autorizzazione e comunicazione dei flussi informativi attraverso l'istituzione di un'apposita casella di posta elettronica certificata (PEC) della Consob.*

B. *Trasmissione tramite supporto cartaceo.*

	Svantaggi	Vantaggi
A <input checked="" type="checkbox"/>	☹ <i>Necessità di predisporre/adattare un sistema che consenta la gestione informatizzata del procedimento (front-end e back-end).</i> ☹ <i>Costi iniziali relativi all'implementazione del sistema informatico.</i>	☺ <i>Riduzione della tempistica di invio della documentazione</i> ☺ <i>Ridotti costi di trasmissione da parte degli istanti.</i> ☺ <i>Riduzione del costo di acquisizione e gestione di dati strutturati con ricadute positive sull'attività di vigilanza.</i>
B <input checked="" type="checkbox"/>	☹ <i>Maggiori costi di gestione e archiviazione del cartaceo.</i> ☹ <i>Impatto sulla tempistica del procedimento.</i> ☹ <i>Impossibilità di acquisire dati strutturati se non con il ricorso ad attività di data entry.</i> ☹ <i>Maggiori ricadute organizzative in termini di risorse dedicate all'attività di vigilanza.</i>	☺ <i>Mancato sostenimento degli investimenti necessari per predisporre/adattare la gestione informatizzata del procedimento.</i>

4. Aggiornamento dell'Analisi di Impatto della Regolamentazione ad esito della consultazione

Il 29 marzo 2013 è stato pubblicato il *Documento di Consultazione* recante la proposta di Regolamento in tema di *Raccolta di Capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line*. La consultazione si è chiusa in data 30 aprile 2013 e ha visto la partecipazione di 47 soggetti.

4.1 Considerazioni generali

Dalle risposte pervenute emerge un pressoché unanime *apprezzamento sulla metodologia adottata* dalla Consob per la predisposizione della bozza in consultazione (indagine conoscitiva, questionario, *open-hearing*), atta a favorire un maggiore coinvolgimento dei soggetti interessati da un lato e, dall'altro, a consentire una migliore comprensione del fenomeno da parte dell'Istituto.

Numerosi rispondenti, inoltre, hanno manifestato di *non condividere l'impostazione della normativa primaria*, sottolineando il ristretto ambito applicativo del decreto, limitato alle sole *start-up* innovative. Alcuni rispondenti hanno ritenuto non condivisibile anche la scelta della partecipazione necessaria di investitori professionali e della non liquidabilità dell'investimento.

4.2 Le criticità emerse dalla consultazione e l'aggiornamento dell'AIR

Con riferimento al testo regolamentare proposto, le principali critiche hanno avuto ad oggetto:

a) *la scelta di applicare ai gestori di portali iscritti al registro disposizioni che ricalcano la vigente disciplina in materia di imprese di investimento e di servizi e attività di investimento*. In proposito, viene sottolineato come una simile impostazione "paternalistica" irrigidirebbe il mercato, non risulterebbe coerente con lo spirito della norma primaria volta a favorire la crescita e potrebbe, paradossalmente, comportare l'eccessivo affidamento degli investitori sulla qualità dell'investimento. Nello specifico, le maggiori criticità sono state evidenziate relativamente alle previsioni in materia di *requisiti di onorabilità e professionalità* degli esponenti aziendali dei gestori di portali e all'obbligo di allegare, alla domanda di iscrizione, un *programma di attività e una relazione sulla struttura organizzativa* (quest'ultima da trasmettere poi alla Consob annualmente, similmente a quanto già fanno gli intermediari autorizzati) sulla base della quale la Consob, ai fini del rilascio dell'autorizzazione, dovrà altresì effettuare una valutazione caratterizzata da un certo grado di discrezionalità. Tali previsioni costituirebbero una barriera in grado di ridurre la concorrenza e, pertanto, è stato

richiesto di eliminare l'invio del programma di attività e della relazione sulla struttura organizzativa e di effettuare le valutazioni della Consob nella fase successiva rispetto all'avvio dell'attività dei gestori di portali. Per quanto concerne, infine, i requisiti di **professionalità** degli esponenti aziendali dei gestori di portali, dai rispondenti viene richiesto molto generalmente un **allargamento di tali requisiti**, estendendo piuttosto l'ambito delle esperienze maturate anche a settori quali l'informatica, le nuove tecnologie ecc.

b) **la scelta di applicare le regole sui servizi di investimento alle ipotesi in cui l'investitore aderisca ad un'offerta di capitali che si svolge su un portale gestito da un soggetto iscritto** nel registro tenuto dalla Consob (al quale, ai sensi della disciplina primaria, non si applicano le previsioni del TUF relative allo svolgimento dei servizi e delle attività di investimento e che deve trasmettere l'ordine di sottoscrizione a una banca o una SIM). In tali casi, infatti, la bozza di regolamento (art. 19 posto in consultazione) prevede che l'investitore non professionale stipuli un contratto di investimento con la banca o la SIM individuata dal gestore per la trasmissione degli ordini di sottoscrizione. Ciò comporta che l'investitore fornisca informazioni (quanto meno) sulla propria conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante ai fini del rilascio del giudizio di appropriatezza sulla sottoscrizione degli strumenti emessi da *start-up* innovative offerti sul portale. Si tratta di attività (la stipulazione del contratto di investimento e la "profilatura") che dovranno essere remunerate dall'investitore non professionale con la conseguenza che, si sottolinea, tali spese avrebbero l'effetto di disincentivare proprio quegli investimenti di piccolo importo che normalmente caratterizzano invece l'investimento in *equity crowdfunding*. Tale scelta, non sembrerebbe corrispondere al dato della norma primaria il cui intento era, invece, quello di definire per i gestori di portali iscritti nel registro una disciplina ampiamente derogatoria degli obblighi MiFID nonché della regolamentazione relativa alla promozione e collocamento a distanza di strumenti finanziari (come confermato dal testo dell'art. 50-*quinquies*, comma 2 del TUF) al fine di eliminare una serie di oneri regolamentari, ampliando così l'accesso potenziale al mercato dei gestori di portali a soggetti diversi dai consueti operatori del mercato finanziario.

c) **la valenza della sottoscrizione da parte di investitori professionali di una quota dell'offerta, che nella proposta di regolamento è qualificata come condizione per l'ammissione delle offerte sul portale**. Ad avviso di molti rispondenti tale previsione potrebbe determinare una barriera all'ingresso nel mercato della raccolta di capitali *on-line* per le *start-up* innovative e, di conseguenza, costituire un freno allo sviluppo dell'attività oggetto del regolamento sia in ragione dei costi di intermediazione che da tale previsione deriverebbero, che della oggettiva difficoltà di reperire soggetti disposti a sottoscrivere l'offerta.

Le osservazioni emerse in sede di consultazione hanno determinato l'**integrazione di alcune delle proposte** e la definizione di un'ipotesi ulteriore relativa all'individuazione

di una soglia di applicabilità per alcune regole di condotta. In particolare, l'aggiornamento ha riguardato:

1) Requisiti di professionalità

- A. Richiamo dei medesimi requisiti di professionalità previsti per gli esponenti aziendali e i partecipanti al capitale degli intermediari.
- B. **Principio di proporzionalità e definizione di requisiti meno stringenti e restrittivi, estendendo i requisiti di professionalità degli amministratori non esecutivi.**

	Svantaggi	Vantaggi
A <input checked="" type="checkbox"/>	<p>☹ Barriera all'ingresso per soggetti non riconducibili al settore finanziario-bancario.</p> <p>☹ Mancato rispetto dei principi di vigilanza regolamentare definiti dal TUF (proporzionalità, concorrenza, autonomia decisionale dei soggetti vigilati).</p>	<p>☺ –</p>
B <input checked="" type="checkbox"/>	<p>☹ –</p>	<p>☺ Rispetto dei principi di vigilanza regolamentare definiti dal TUF (proporzionalità, concorrenza, autonomia decisionale dei soggetti vigilati).</p> <p>☺ Possibilità di ricorrere a professionalità diversificate, assicurando la necessaria presenza delle professionalità economico-finanziarie</p>

2) Regole di condotta

- A. Regole uniformi sia per i “gestori autorizzati” sia per i “gestori di diritto”.
- B. **Applicazione MiFID per “gestori di diritto” e regole speciali per “gestori autorizzati” che prevedono la disapplicazione delle regole MiFID nella fase di perfezionamento degli ordini di importo inferiore ad una determinata soglia (adesioni effettuate da persone fisiche e il cui controvalore sia inferiore a cinquecento euro per investimento singolo e a mille euro per investimento complessivo annuale, nonché alle adesioni effettuate da persone giuridiche o enti e il cui controvalore sia inferiore a cinquemila euro per investimento singolo e a diecimila euro per investimento complessivo annuale).**

	Svantaggi	Vantaggi
A <input checked="" type="checkbox"/>	<p>☹ Rischio gold plating per i gestori di diritto.</p> <p>☹ Eccesso di delega rispetto alla normativa primaria.</p>	<p>☺ Applicazione di regole di vigilanza uniformi (level playing field, vigilanza per funzioni).</p> <p>☺ Certezza per gli investitori in merito alle regole applicabili alla medesima attività (gestione di portali).</p>

B <input checked="" type="checkbox"/>	<p>☹ <i>Approccio di vigilanza per soggetti (regole differenziate).</i></p> <p>☹ <i>Tutele differenziate per gli investitori per la medesima attività (se svolta da gestori di diritto o da gestori da autorizzare).</i></p>	<p>☺ <i>Stretta aderenza alla delega prevista dalla normativa primaria.</i></p> <p>☺ <i>Regole MiFID per i “gestori di diritto”.</i></p> <p>☺ <i>Regole peculiari per i “gestori da autorizzare”, con applicabilità regole MiFID nella fase di trasmissione degli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari da parte di “gestori autorizzati” a banche o imprese di investimento autorizzate per importi superiori a determinate soglie.</i></p> <p>☺ <i>Minori oneri regolamentari per adesioni inferiori a determinate soglie, in ragione del principio di proporzionalità</i></p>
--	--	--

3) Quota riservata a investitori professionali (se la stessa debba risultare quale requisito per l'ammissione o condizione per il perfezionamento dell'offerta)

A. Sottoscrizione quale requisito per l'ammissione delle offerte sui portali.

B. Sottoscrizione quale condizione per il perfezionamento delle offerte.

	<i>Svantaggi</i>	<i>Vantaggi</i>
A <input checked="" type="checkbox"/>	<p>☹ <i>Costi di intermediazione eccessivi rispetto all'ammontare da sottoscrivere in via riservata.</i></p> <p>☹ <i>Condizione ostativa alla fattibilità dell'offerta.</i></p>	<p>☺ <i>Maggiore affidabilità ex ante del progetto alla base dell'offerta (due diligence preliminare già svolta dal soggetto professionale).</i></p> <p>☺ <i>Conoscenza ex ante da parte dell'investitore del soggetto professionale sottoscrittore di una quota dell'offerta.</i></p> <p>☺ <i>Preventiva valutazione della redditività/rischiosità dei progetti esposti sul portale effettuata da un soggetto professionale.</i></p>
B <input checked="" type="checkbox"/>	<p>☹ <i>Assenza di preventiva valutazione della redditività/rischiosità dei progetti esposti sul portale effettuata da un soggetto professionale.</i></p> <p>☹ <i>Costi di intermediazione ridotti dalla possibilità di intervento successivo da parte dell'intermediario.</i></p> <p>☹ <i>Maggiore incertezza per l'investimento dei clienti retail.</i></p>	<p>☺ <i>Maggiore visibilità della start-up presso gli investitori professionali tramite l'utilizzo del portale (minori rischi di reperimento di soggetti professionali).</i></p> <p>☺ <i>Interesse pubblico allo sviluppo di iniziative in settori innovativi.</i></p> <p>☺ <i>Più ampi gradi di libertà nell'organizzazione delle offerte da parte dei gestori di portali.</i></p> <p>☺ <i>Minori costi di intermediazione</i></p>

4.3 Le modifiche effettuate al Regolamento ad esito della consultazione

Per una compiuta analisi delle osservazioni pervenute sul Regolamento posto in consultazione e delle corrispondenti valutazioni della Consob si fa rinvio al Documento “Esiti della consultazione” pubblicato unitamente al presente documento. Con specifico riferimento alle osservazioni prese in considerazione nel precedente paragrafo, in relazione alle quali è stato aggiornato l’AIR, si è ritenuto di:

a) ***estendere i requisiti di professionalità degli amministratori non esecutivi***, includendo i soggetti che abbiano maturato una comprovata esperienza lavorativa di almeno un biennio nei settori industriale, tecnico-scientifico o informatico, a elevato contenuto innovativo, o di insegnamento o ricerca nei medesimi settori, purché la maggioranza dei componenti detenga i requisiti originariamente previsti (cfr. art. 10, commi 2 e 3 del Regolamento definitivo).

b) ***prevedere una soglia di significatività delle operazioni*** (adesioni effettuate da persone fisiche e il cui controvalore sia inferiore a cinquecento euro per investimento singolo e a mille euro per investimento complessivo annuale, nonché alle adesioni effettuate da persone giuridiche o enti e il cui controvalore sia inferiore a cinquemila euro per investimento singolo e a diecimila euro per investimento complessivo annuale) al di sotto della quale sarà possibile non applicare gli obblighi imposti dall’art. 19 del Regolamento posto in consultazione.

c) ***modificare la disposizione relativa alla sottoscrizione di una quota dell’offerta da parte di investitori professionali o da altre categorie di investitori*** (art. 26), stabilendo che l’offerta possa essere ammessa sul portale ***anche senza che la “quota riservata” sia preventivamente sottoscritta dagli stessi***, pur essendo il perfezionamento dell’offerta comunque subordinato a tale sottoscrizione.

5. Conseguenze sulla regolamentazione sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori

In generale, i destinatari della disciplina dettata dalla Consob sono rappresentati, *in primis*, dai **gestori dei portali** che saranno iscritti nell'apposito registro e che dovranno rispettare gli **obblighi informativi** verso la Consob previsti in sede di autorizzazione e successivamente all'ottenimento della stessa, nonché le **regole di condotta** che impongono ulteriori obblighi di comportamento nei confronti degli investitori e delle *start-up* innovative. Conformemente a quanto disposto dall'art. 100-ter del TUF, le norme relative all'offerta si applicano anche ai gestori di diritto.

Anche gli **investitori** sono destinatari di specifici obblighi, in ragione dei quali saranno tenuti a:

- prendere visione della sezione **investor education** predisposta dal gestori,
- rispondere ad un **questionario** che comprovi la comprensione delle caratteristiche e dei rischi dell'investimento prima di accedere alla sezione che consente l'adesione alla singola offerta,
- dichiarare di essere in grado di sopportare le **perdite**,
- dichiarare di non aver superato la **soglia** rilevante ai fini dell'art. 17.

Infine, anche per le *start-up* vengono disposti, seppur in via indiretta, degli obblighi relativi alla necessità di rendere disponibili le **informazioni** relative alla singola offerta, nonché le **previsioni statutarie** relative al diritto di recesso o co-vendita in caso di trasferimento del controllo e alla comunicazione alla società e pubblicazione dei patti parasociali. La seguente tabella riporta nel dettaglio i singoli oneri imposti a ciascun destinatario:

<i>Articolo</i>	<i>Onere amministrativo</i>	<i>Destinatari</i>
4	Comunicare lo svolgimento dell'attività	<i>Gestori di diritto</i>
7	Trasmettere la domanda di iscrizione corredata dalla documentazione elencata nell'Allegato 1 e dalla relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa (Allegato 2)	<i>Gestori autorizzati</i>
10	Comunicare (all'organo amministrativo e di controllo) la perdita dei requisiti di onorabilità	<i>Soggetti che detengono il controllo e coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo di un gestore</i>
13, 15	Pubblicare le informazioni relative all'investimento in <i>start-up</i> innovative e predispone il questionario che ne comprovi la comprensione da parte degli investitori	<i>Gestori autorizzati</i>
13, 16	Pubblicare le informazioni relative alle singole offerte	<i>Gestori autorizzati, Start-up innovative</i>
13	Aggiornare le informazioni pubblicate	<i>Gestori autorizzati, Start-up innovative</i>

<i>Articolo</i>	<i>Onere amministrativo</i>	<i>Destinatari</i>
14	Publicare le informazioni relative alla gestione del portale	<i>Gestori autorizzati</i>
13, 15	Prendere visione delle informazioni di <i>investor education</i>	<i>Investitori</i>
13, 15	Rispondere al questionario comprovante la comprensione delle caratteristiche dell'investimento	<i>Investitori</i>
13, 15	Dichiarare di essere in grado di sopportare le perdite	<i>Investitori</i>
17	Dichiarare di non aver superato le soglie rilevanti	<i>Investitori</i>
20	Conservare la corrispondenza e la documentazione indicata dall'art. 20	<i>Gestori autorizzati</i>
21	Comunicare alla Consob i dati e le informazioni previsti dall'art. 21 ad evento (es. variazioni della documentazione già inviata) o periodicamente (la relazione e i dati previsti dal comma 3)	<i>Gestori autorizzati</i>
24	Verificare che lo statuto della <i>start-up</i> riporti il diritto di recesso o co-vendita in caso di trasferimento del controllo	<i>Gestori autorizzati</i> <i>Gestori di diritto</i>
24	Verificare che lo statuto della <i>start-up</i> preveda la comunicazione alla società e la pubblicazione dei patti parasociali sul sito internet dell'emittente	<i>Gestori autorizzati</i> <i>Gestori di diritto</i>
24	Prevedere che lo statuto riporti il diritto di recesso o co-vendita in caso di trasferimento del controllo	<i>Start-up innovative</i>
24	Prevedere che lo statuto imponga la comunicazione alla società e la pubblicazione dei patti parasociali sul sito internet dell'emittente	<i>Start-up innovative</i>
24	Verificare che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di <i>start-up innovative</i>	<i>Gestori autorizzati</i> <i>Gestori di diritto</i>

6. Valutazione di Impatto della Regolamentazione (VIR): definizione di un sistema di indicatori per la valutazione *ex post* dei benefici e dei costi della regolamentazione

La *mancaza di dati quantitativi*, anche in ragione del carattere innovativo dei fenomeni oggetto del Regolamento, ha reso necessario un *approccio qualitativo* basato sulla identificazione degli impatti in termini di *vantaggi e svantaggi* connessi con le specifiche opzioni normative.

Da un punto di vista generale, la regolamentazione approvata a seguito dell'*iter* descritto sarà in grado di determinare un beneficio netto positivo se gli *oneri strutturali e informativi* imposti ai gestori saranno in grado di “fare selezione”, garantendo che tali soggetti siano in grado di dar vita ad un *ambiente affidabile e in grado di supportare scelte di investimento consapevoli*, nel quale i rischi percepiti dagli investitori siano solamente quelli legati alla specifica iniziativa imprenditoriale piuttosto che quelli legati al fatto che l’investimento avviene *on-line*.

Con riferimento alla *valutazione ex post* del Regolamento cd. “*crowdfunding*” sono stati identificati alcuni indicatori che potranno offrire una rappresentazione quantitativa dell’impatto della regolamentazione. I dati presi in considerazione saranno quelli maggiormente in grado di rappresentare indicatori di risposta a quattro domande fondamentali sul Regolamento:

- a) Ha favorito lo sviluppo dell’attività da parte di gestori autorizzati istituendo regole semplici e poco onerose?
- b) Ha creato un ambiente affidabile?
- c) Che tipo di investitori operano attraverso i portali?
- d) Che ruolo rivestono gli investitori istituzionali?

Sulla base di queste domande è stato definito un primo *set* di indicatori in grado di orientare l’Istituto nella VIR, che sarà successivamente integrato tenendo conto dei dati effettivamente disponibili.

- N° offerte che presentano *ab origine* la sottoscrizione di un professionista
- N° offerte non andate «a buon fine» a causa mancata sottoscrizione investitori professionali

Che ruolo rivestono gli investitori professionali?



Ha favorito lo sviluppo dell'attività istituendo regole semplici e poco onerose?

Impatto del Regolamento «Crowdfunding»

che tipo di investitori operano attraverso portali?

Ha creato un ambiente affidabile?

$$\frac{\text{N° di portali autorizzati}}{\text{N° di portali operativi}}$$



$$\frac{\text{Oneri portali autorizzati}}{\text{Oneri portali non soggetti al regolamento}}$$

$$\frac{\text{N° di offerte «a buon fine»}}{\text{N° di offerte esposte}}$$



$$\frac{\text{Controvalore offerte «a buon fine»}}{\text{Controvalore di offerte esposte}}$$

- N° adesioni < 500 €
- Controvalore totale adesioni < 500 €
- N° adesioni > 500 €
- Controvalore totale adesioni > 500 €

- N° provvedimenti sanzionatori/cautelari
- N° reclami (portali)
- N° esposti (Consob)
- Controvalore delle adesioni per le quali è stata esercitata la facoltà di recesso

7. Riferimenti Bibliografici

BELLEFLAMME P. - LAMBERT T. – SCHWIENBACHER A., *Crowdfunding: Tapping the right crowd*, in <http://ssrn.com/abstract=1578175>

BOLLETTINARI A., *Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recente legislazione*, in *Nuovo Diritto delle Società*, n. 2/2013, p. 9 ss.

CASTRATARO D. – PAIS I, *Il crowdfunding in Italia*, in <http://www.slideshare.net/ivana.pais/il-crowdfunding-in-italia-aprile-2013>

FINK, A. C., *Protecting the Crowd and Raising Capital through the Jobs Act*, in <http://ssrn.com/abstract=2046051>

HAZEN T. L., *Crowdfunding or Fraudfunding*, in <http://ssrn.com/abstract=1954040>

HEMINWAY J. M. – HOFFMAN S.R., *Proceed at your peril: crowdfunding and the securities act of 1933*, in <http://ssrn.com/abstract=1875584>

MACLEOD HEMINWAY J. – HOFFMAN S. R., *Proceed at your peril: crowdfunding and the Securities Act of 1933*, in <http://ssrn.com/abstract=1875584>

MARTIN T. A., *The Jobs Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles with the Demands of the Crowd*, in <http://ssrn.com/abstract=2040953>

MOLLICK E., *The Dynamics of Crowdfunding: Determinants of Success and Failure*, in <http://ssrn.com/abstract=2088298>

NEISS S., BEST J. W., CASSADY-DORION Z., *Crowdfund Investing For Dummies*, February 2013

RUBINTON B. J., *Crowdfunding: Disintermediate Investment Banking*, in <http://ssrn.com/abstract=1807204>

SCHWIENBACHER A. – LARRALDE B., *Crowdfunding of small entrepreneurial ventures*, in <http://ssrn.com/abstract=1699183>

STEVEN BRADFORD C., *The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled*, in *Securities Regulation Law Journal*, 2012, p. 195 ss.