

CROWDFUNDING

Opportunità di sviluppo per innovatori e innovazioni sociali

Milano, 11 luglio 2013

**La regolamentazione italiana della
raccolta del capitale di rischio da parte
di *start-up* innovative
tramite portali *on-line***

Giuseppe D'Agostino

Vice-Direttore Generale

CONSOB

- **La *ratio* economica del *crowd-funding***
- **La prospettiva europea**
- **Il perimetro normativo del *crowd-equity* in Italia e le finalità**
- **La regolamentazione CONSOB in tema di *crowd-equity*:**
 - ✓ **metodologia di lavoro**
 - ✓ **principi ispiratori**
 - ✓ **architettura**
 - ✓ **elementi caratterizzanti**
 - ✓ **temi rilevanti e opzioni scelte**
 - ✓ **valutazione ex-post dei benefici**
- **Conclusioni**

La *ratio* economica del *crowd-funding* (1)

- Sollecitare l'acquisizione via internet di risorse finanziarie direttamente da una "massa" di investitori, per importi unitariamente non rilevanti, ai fini di finanziare progetti sociali o economici
- Incentivare le capacità d'innovazione di imprese, associazioni, enti
- Stimolare la partecipazione dei cittadini alla promozione d'iniziative di sviluppo socio-economico
- Ricerca di nuovi canali di finanziamento dell'economia reale (esterni al sistema finanziario tradizionale)

La *ratio* economica del *crowd-funding* (2)

- Nell'attuale fase congiunturale la contrazione dei prestiti bancari alle imprese colpisce soprattutto quelle di minore dimensione
- Le possibilità di accesso diretto al mercato dei capitali da parte di imprese di piccole dimensioni (pur consolidate) sono alquanto ridotte
- Vi è una strutturale debolezza in Italia delle forme di *private-equity* per il supporto allo sviluppo delle aziende
- Assenza di un mercato del *venture-capital* per il sostegno alle imprese in fase di start-up

La prospettiva europea (1)

□ Prime analisi da parte dell'ESMA sulle caratteristiche e sulle prospettive del settore in Europa (fine 2012):

- Crescente interesse del mercato e dei regolatori
- Mercato ancora poco sviluppato > mancanza di una regolamentazione armonizzata su base europea

AD ES. IN PAESI COME BE, FR, GE E NE IL CF NON È SPECIFICAMENTE REGOLAMENTATO, MA PUÒ RICADERE IN FATTISPECIE GIÀ REGOLAMENTATE (PRESTAZIONE DI SERVIZI BANCARI / D'INVESTIMENTO, DISCIPLINA PROSPETTI). IN UK DISTINZIONE TRA CF (PUÒ ESSERE SOGGETTA A REGOLAMENTAZIONE) E PEER-TO-PEER LENDING (AL MOMENTO NON REGOLAMENTATO).

- Utilizzo di nuove tecnologie e giovane età giocano a favore di un suo rapido sviluppo
- Esistenza di rischi potenziali, soprattutto in considerazione della presenza di investitori *retail*
- Valida alternativa alla luce delle attuali difficoltà di *funding* da parte delle imprese

La prospettiva europea (2)

□ Prossime tappe a livello ESMA:

- Interazione con la Commissione Europea, che segue l'evoluzione del mercato ed è interessata alle iniziative intraprese sull'argomento
- Analisi dettagliata di alcune piattaforme
- Analisi comparativa del mercato US e dei suoi sviluppi regolamentari (JOBS Act e SEC Regulation)
- Predisposizione di un insieme (armonizzato) di regole di buona condotta nell'approccio regolamentare al CF

Il perimetro normativo del *crowd-equity* in Italia e le finalità (1)

❑ L'Italia è il **primo Paese in Europa** ad essersi dotato di una normativa specifica sul crowdfunding: **D.L. n. 179/2012**

(c.d. «decreto crescita bis», convertito con modificazioni nella L. n. 221 del 17 dicembre 2012)

❑ **Art. 30** del D.L. n. 179/2012

- Ambito applicativo: «la raccolta di capitali di rischio per le *start-up* innovative» (come definite dall'art. 25, c. 2)# (c.d. **equity-crowdfunding**)
- Attribuzioni e poteri della Consob per disciplinare la gestione di portali per la raccolta di capitali (art. 50-quinquies del TUF) e le offerte effettuate tramite tali portali (art. 100-ter del TUF)
- Poteri della CONSOB di vigilanza e sanzionatorio

forma societaria, requisiti del soggetto che detiene la maggioranza del capitale, tempo trascorso dalla costituzione, valore della produzione, legame con l'innovazione ad alto contenuto tecnologico e la distribuzione degli utili

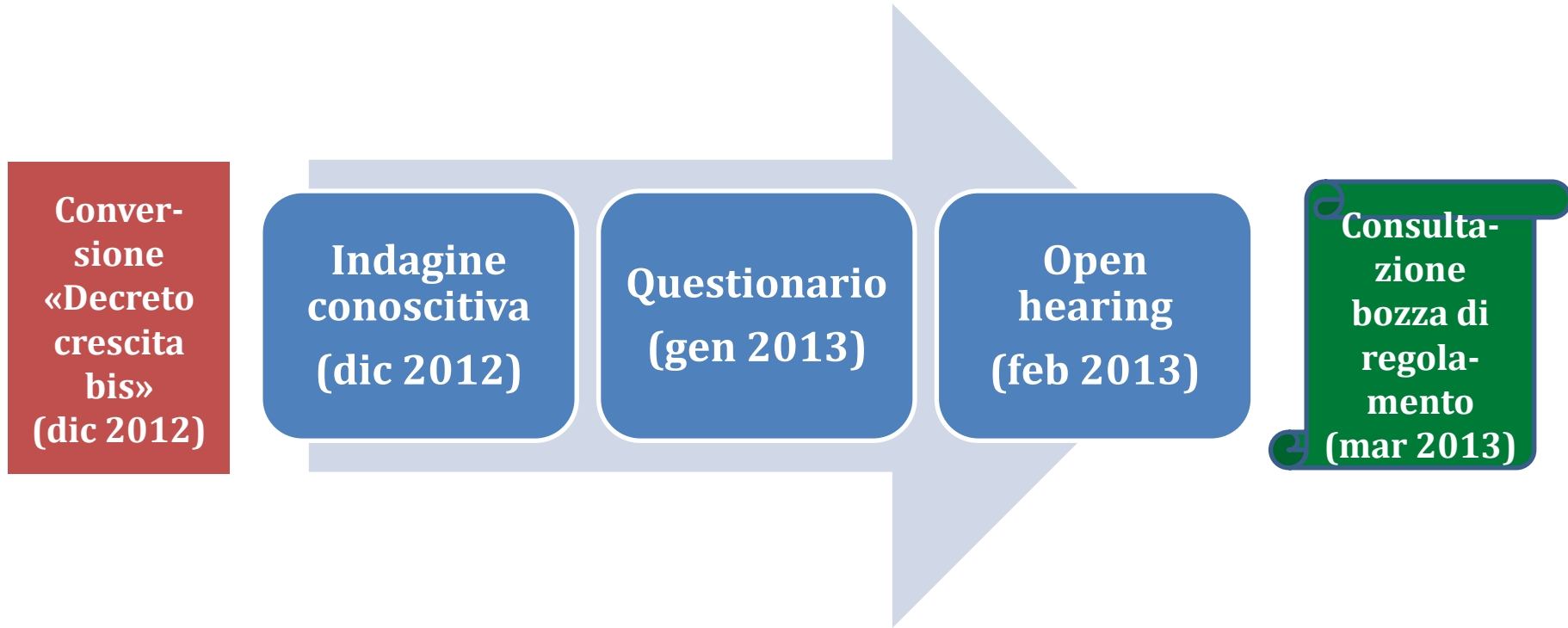
Il perimetro normativo del *crowd-equity* in Italia e le finalità (2)

□ Finalità della norma:

- ✓ Facilitare l'accesso al capitale di rischio da parte di soggetti imprenditoriali di nuova costituzione caratterizzati da uno specifico profilo rischio/rendimento (c.d. **start-up innovative**)
- ✓ Introdurre una specifica disciplina dei **portali on-line** quali strumenti identificati per creare il “circuitto diretto” di investimento in start-up innovative
- ✓ Agevolare l'investimento l'investimento in start-up innovative da parte di **investitori non professionali**

La regolamentazione CONSOB in tema di *crowd-equity* (1)

- L'approccio della CONSOB per la regolamentazione dell'*equity crowdfunding*: conoscere per decidere



OBIETTIVO: stimolare l'apporto di idee e analisi da parte della platea ampia dei potenziali interessati (gestori di portali, imprese innovative in start-up, investitori *retail*, investitori professionali)

La regolamentazione CONSOB in tema di *crowd-equity* (2)

□ Principi ispiratori della regolamentazione:

- creazione di un “ambiente” affidabile nel quale possano operare i “gestori dei portali on-line” ...

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**”.

- ... garantendo al contempo la tutela degli investitori diversi dai clienti professionali

CIÒ ATTRAVERSO L’INTEGRAZIONE DELLA 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, METTENDOLI PERTANTO NELLE CONDIZIONI DI OPERARE SCELTE CONSAPEVOLI.

La regolamentazione CONSOB in tema di *crowd-equity* (3)

□ Architettura del Regolamento CONSOB

Tre sezioni:

- disposizioni generali;
- disciplina della gestione dei portali *on-line*;
- disciplina delle offerte di capitale di rischio delle *start-up* innovative svolte tramite portali *on-line*

La regolamentazione CONSOB in tema di *crowd-equity* (4)

□ Elementi caratterizzanti:

- Svolgimento dell'attività di gestione di portali **riservato** a soggetti iscritti in un apposito **registro**, tenuto dalla CONSOB, dopo un procedimento autorizzatorio (per banche e imprese di investimento obbligo di comunicazione alla Consob)
- Specifici **obblighi informativi** da parte dei gestori e misure da adottare nella fase di raccolta degli ordini dagli investitori e di successiva trasmissione agli intermediari autorizzati (**principio di proporzionalità**)
- Sottoscrizione da parte di **investitori professionali** di una quota pari ad almeno il 5% e previsione di **tutele** per i sottoscrittori di minoranza (recesso o vendita al medesimo prezzo) in caso di passaggio di controllo di una start-up innovativa oggetto di offerta

La regolamentazione CONSOB in tema di *crowd-equity* (5)

□ Temi rilevanti e opzioni scelte (1):

Temi rilevanti	Opzioni scelte
Inquadramento regolamentare	<ul style="list-style-type: none">• Regolamento autonomo (<i>Single Rule Book</i>)
Registro	<ul style="list-style-type: none">• Registro per i gestori di portali autorizzati e sezione speciale per i “gestori di diritto” (banche e imprese d’investimento abilitate)
Requisiti di onorabilità	<ul style="list-style-type: none">• Richiamo dei medesimi requisiti di onorabilità previsti per gli esponenti aziendali e i partecipanti al capitale degli intermediari
Requisiti di professionalità degli esponenti aziendali dei gestori di portali (1)	<ul style="list-style-type: none">• Principio di proporzionalità• Per gli amministratori non esecutivi, possibilità di ricorrere a professionalità diversificate

La regolamentazione CONSOB in tema di *crowd-equity* (6)

□ Temi rilevanti e opzioni scelte (2):

Temi rilevanti	Opzioni scelte
Requisiti di professionalità degli esponenti aziendali dei gestori di portali (2)	<ul style="list-style-type: none">• Maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo deve possedere i requisiti di professionalità previsti dall'art.9, c.2• Divieto di inter-locking
Regole di condotta	Applicazione del principio di proporzionalità: <ul style="list-style-type: none">• operazioni pregole MiFID per i “gestori di diritto” (intermediari autorizzati)• regole ridotte per i “gestori autorizzati” (informazioni, questionario , richiamo d'attenzione, divieto di formulare raccomandazioni e trasmissioni degli ordini)• soglia di significatività delle operazioni ai fini dell'esenzione

La regolamentazione CONSOB in tema di *crowd-equity* (7)

□ Temi rilevanti e opzioni scelte (3):

Temi rilevanti	Opzioni scelte
Informazioni sulle singole offerte	<ul style="list-style-type: none">• Utilizzo di uno schema standard per la diffusione delle informazioni sulle singole offerte delle start-up (comparabilità delle offerte e riduzione delle asimmetrie informative)• Nessun procedimento autorizzatorio della Consob• Obbligo di rendere disponibili in modo corretto e chiaro tutte le informazioni (anche di dettaglio) fornite dall'emittente• Obbligo di aggiornamento delle informazioni e di renderle accessibili• Obbligo di informare circa l'esistenza del diritto di recesso dall'adesione (entro 7 giorni)

La regolamentazione CONSOB in tema di *crowd-equity* (8)

□ Temi rilevanti e opzioni scelte (4):

Temi rilevanti	Opzioni scelte
Quota riservata ad investitori professionali (riduzione dei rischi di <i>adverse selection</i>)	<ul style="list-style-type: none">• Sottoscrizione di una quota di strumenti finanziari pari ad almeno il 5% dell'offerta (condizione per il perfezionamento dell'offerta)
Categoria di investitori alla quale riservare una quota degli strumenti finanziari offerti	<ul style="list-style-type: none">• Clienti professionali privati di diritto• Clienti professionali pubblici di diritto• Fondazioni bancarie• Incubatori di start-up innovative
Strumenti di tutela in caso di cessione delle partecipazioni di controllo	<ul style="list-style-type: none">• Previsione del diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita della partecipazione da parte degli investitori retail

La regolamentazione CONSOB in tema di *crowd-equity* (9)

□ Valutazione ex-post dei benefici:

Domanda	Indicatori
Che ruolo rivestono gli investitori professionali?	N° offerte che presentano <i>ab origine</i> la sottoscrizione di un professionale
Ha favorito lo sviluppo dell'attività istituendo regole semplici e poco onerose?	$\frac{\text{N° portali autorizzati}}{\text{N° di portali operativi}}$ <p style="text-align: center;">↓</p> $\frac{\text{Oneri portali autorizzati}}{\text{Oneri portali non soggetti al regolamento}}$
Che tipo di investitori operano attraverso portali?	<ul style="list-style-type: none">- N° adesioni < 500 €- Controvalore totale adesioni < 500 €- N° adesioni > 500 €- Controvalore totale adesioni > 500 €
Ha creato un ambiente affidabile?	<ul style="list-style-type: none">- N° provvedimenti sanzionatori/cautelari<ul style="list-style-type: none">- N° reclami (portali)- N° esposti (Consob)- Controvalore delle adesioni per le quali è stata esarcitata la facoltà di recesso

Conclusioni

- ❖ Italia in anticipo sugli altri Paesi nell'introduzione di una normativa specifica sul CF (prima della SEC)
- ❖ Consapevolezza dell'importanza dello strumento per incentivare innovazione e *funding* alternativi
- ❖ Mantenimento di un livello di attenzione/vigilanza elevato per impedire/limitare possibili distorsioni