

RELAZIONE PRELIMINARE SULL'ANALISI DI IMPATTO

Introduzione

Il decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179 (“Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese” noto anche come “*decreto crescita-bis*”), convertito, con modificazioni, con la legge n. 221 del 17 dicembre 2012 (il “**Decreto**”) reca una sezione dedicata alle “Misure per la nascita e lo sviluppo di imprese *start-up*” (artt. 25-32) finalizzata, come enunciato nella Relazione Illustrativa del Decreto, “*a fare del nostro Paese un luogo nel quale l’innovazione rappresenti un fattore strutturale di crescita sostenibile e di rafforzamento della competitività delle imprese*”.

Nell’ambito delle menzionate misure è inclusa una specifica previsione (art. 30) relativa alla “*Raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line [...]*” che introduce nel TUF la disciplina dell’attività di gestione di tali portali e delle offerte di strumenti finanziari per il loro tramite, delegando alla Consob la definizione delle relative disposizioni attuative, nonché attribuendo all’Autorità i corrispondenti poteri di vigilanza sui gestori dei portali.

1. Il fenomeno del *crowdfunding*. Brevi cenni comparatistici

Con il termine *crowdfunding* si indicano quelle attività che hanno lo scopo di agevolare il finanziamento di progetti da parte di una “massa” di investitori (*crowd*), attraverso dazioni in denaro (*funding*) effettuate via *internet* per il tramite di piattaforme *on-line*. Inizialmente sviluppatosi in Australia e negli USA, il fenomeno è oggi molto diffuso anche in Europa¹.

La maggior parte delle piattaforme di *crowdfunding* operano sulla base un impiego di denaro “ripagato” con una ricompensa (c.d. “*reward based*”): per esempio, se si aderisce ad un progetto che intende realizzare una determinata invenzione o un prodotto, tipicamente si riceverà in cambio un prototipo di quello stesso prodotto ovvero delle offerte o edizioni speciali. Tale attività “*reward based*” non è propriamente regolata giacché tipicamente ricondotta nell’alveo delle donazioni (in tal senso viene comunemente citato il finanziamento delle campagne elettorali negli USA).

Una ulteriore tipologia di utilizzo delle piattaforme di *crowdfunding* può inoltre individuarsi nel c.d. *social lending*, il quale può definirsi come un prestito da parte di privati ad altri privati effettuato per il tramite di piattaforme *on-line*².

Ove tuttavia i partecipanti all’iniziativa siano remunerati con interessi ovvero con partecipazioni societarie (modello “*equity-based*”), il fenomeno diviene più complesso – soprattutto a livello legale – dovendosi considerare la sua necessaria compatibilità con le vigenti

¹ In Italia le piattaforme di *crowdfunding* attive al 15 novembre 2012 sono 16; altre 5 sono in fase di lancio e presumibilmente inizieranno l’attività non appena verrà emanato il regolamento attuativo del Decreto. Più in particolare, la maggior parte delle piattaforme italiane (8) appartengono al modello *reward-based* e solo 1 piattaforma può essere inserita nel modello *equity-based* (Analisi delle piattaforme di *crowdfunding* italiane – Novembre 2012 – Castrataro, Pais).

² In Italia le piattaforme di *social lending* coprono il 78% del valore complessivo dei progetti finanziati attraverso piattaforme di *crowdfunding* (Analisi delle piattaforme di *crowdfunding* italiane – Novembre 2012 – Castrataro, Pais).

regolamentazioni in materia di offerta al pubblico, prestazione di servizi e attività di investimento, protezione degli investitori e trasparenza.

Il fenomeno del *crowdfunding* non riceve specifica regolamentazione nella maggior parte dei Paesi in cui tuttavia vi sono già diversi operatori che svolgono tale attività. In alcuni casi tali soggetti sono stati espressamente autorizzati delle Autorità di vigilanza (es. Seedrs Limited, autorizzata dalla FSA nel Regno Unito; Seedmatch in Germania ecc.).

Negli USA, il Presidente Barack Obama ha approvato nell'aprile scorso 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*"). Tale esenzione è condizionata all'esistenza di alcuni requisiti e limitazioni: ad esempio l'investimento non può superare la cifra di un milione di dollari, il singolo investitore non può investire più di una data percentuale del proprio reddito annuale, l'investimento deve effettuarsi per il tramite di un intermediario, il quale deve essere registrato presso la SEC quale "*funding portal*" e rispettare i relativi requisiti previsti dal *Securities Act*.

Il *Jobs Act* ha delegato l'attuazione delle norme primarie alla SEC, che verosimilmente dovrebbe adottarle entro il primo semestre del 2013.

L'Italia è il primo Paese in Europa ad essersi dotata di una simile normativa, mentre in ambito europeo esistono per lo più alcuni documenti pubblicati dalle Autorità di vigilanza del settore finanziario (FSA, Bafin, FSMA) a fini illustrativi dei rischi per l'investitore e delle caratteristiche delle varie tipologie di *crowdfunding*³.

Dall'analisi del fenomeno del *crowdfunding*, si è constatato che, in assenza di disposizioni *ad hoc* tanto a vocazione nazionale (fatta salva l'esperienza in *fieri* italiana) che di stampo comunitario, i portali *on-line* operano secondo modalità differenti che, da quanto è sembrato di comprendere, vengono sovente "concordate" con le Autorità di vigilanza dei rispettivi Paesi al fine di rendere tale attività "compatibile" con il quadro regolamentare vigente in materia di mercati finanziari (dato dalle normative attuative delle regole MiFID, MAD, *Transparency*, *Prospectus*, *Take Over Bid*). Si evidenzia inoltre che l'ESMA ha pubblicato nel settembre del 2012 un' "Avvertenza per gli investitori" relativa alle "Insidie dell'investimento online"⁴.

Ne risulta quindi una considerevole eterogeneità dei modelli di *business* correlata non tanto ad una positiva fase di sviluppo concorrenziale quanto, piuttosto, alla mancanza di certezza giuridica circa la disciplina applicabile alla fattispecie in oggetto. Tale circostanza è stata peraltro sottolineata anche da alcuni esperti della materia e imprenditori statunitensi che hanno a tal fine indirizzato alla DG *Enterprise & Industry* un auspicio per l'adozione di una normativa comunitaria armonizzata.

Con specifico riferimento all'Italia, in assenza di una specifica normativa cui poter ricondurre il fenomeno, il Ministero dello Sviluppo Economico ha istituito lo scorso anno una *Task Force* di esperti riconosciuti nominati dal ministro Passera, per studiare e proporre alcune misure volte ad agevolare la crescita del Paese⁵.

³ Si rimanda ai seguenti documenti:

http://www.fsa.gov.uk/consumerinformation/product_news/saving_investments/crowdfunding;
http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/fa_bj_2012_09_crowdfunding_en.html;
http://www.fsma.be/fr/Article/press/div/2012/2012-07-12_crowdfunding.aspx.

⁴ In particolare: http://www.esma.europa.eu/system/files/investor_warning_-_it_0.pdf.

⁵ Nel settembre 2012 tale Task Force ha presentato il "Rapporto" sulle attività ad esso assegnate noto anche come "Restart, Italia!"), che si è ispirato alle migliori esperienze internazionali e si è avvalso, attraverso consultazioni pubbliche, dei contributi di centinaia di operatori del mondo delle *start-up*.

Secondo la *Task Force* l'introduzione nell'ordinamento nazionale di una disciplina del *crowdfunding* avrebbe consentito *“la partecipazione di un elevato numero di soggetti al finanziamento di una start-up attraverso piattaforme on-line specializzate per raccogliere il capitale”*. Si riteneva occorresse *“prevedere una procedura di autorizzazione snella e semplice, basata però su chiare garanzie offerte da parte di chi voglia aprire queste piattaforme online dedicate alla raccolta di capitale, creando meccanismi di trasparenza e informazione per rendere chiaro ai cittadini che – come in ogni investimento – corrono sempre il rischio di perdere il capitale investito”*.

2. La ratio e le previsioni del Decreto

Mediante la creazione di un “ecosistema” favorevole alle *start-up* innovative, il Decreto intende favorire la crescita, la creazione di occupazione, in particolare quella giovanile, l'attrazione di talenti e capitali dall'estero, e a rendere più dinamico il tessuto produttivo e tutta la società italiana⁶. In particolare con il Decreto si è mirato a *“creare, per la prima volta nel panorama legislativo italiano, un quadro di riferimento nazionale coerente per le start-up. Questo quadro dovrebbe anche, ispirare e sostenere lo sforzo che negli ultimi anni le regioni e altri attori pubblici e privati hanno profuso a favore delle nuove imprese innovative”* (Relazione Illustrativa al Decreto).

L'ambito di applicazione di questa disciplina è, tuttavia, limitato alle *start-up* innovative, la cui definizione si caratterizza per un forte ancoraggio all'innovazione tecnologica determinata da una determinata incidenza delle spese in ricerca e sviluppo ovvero dall'impiego di personale dotato di dottorato di ricerca o comunque altamente qualificato, ovvero dallo sfruttamento di una privativa su un brevetto (art. 25 del Decreto).

Intervenendo sulla semplificazione per l'iscrizione al Registro delle Imprese⁷, riducendo gli oneri e prevedendo una disciplina specifica dei rapporti di lavoro nonché deroghe al diritto societario e fallimentare, si mira a creare condizioni e strumenti favorevoli per la nascita di nuove *start-up*. Con la predisposizione di incentivi fiscali per gli investimenti in *start-up* e per gli incubatori⁸, l'obiettivo del Decreto è quello di favorire inoltre la progressiva crescita delle *start-up* innovative.

Altre misure previste dal Decreto riguardano l'assoggettamento ad una procedura liquidatoria semplificata volta ad incentivare potenziali nuovi imprenditori ad avviare una *start-up* innovativa.

La definizione di impresa “*start-up* innovativa” prevede che la stessa sia costituita nella forma di una società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano ovvero di una *Societas Europaea*, residente in Italia ai sensi dell'articolo 73 del D.P.R. 22 dicembre 1986, n.

⁶ Le raccomandazioni, che il 10 luglio 2012 il Consiglio dei Ministri dell'Unione Europea, sulla base del Programma Nazionale di Riforma presentato dal Governo, ha rivolto all'Italia per il periodo 2012-2013, testimoniano come le istituzioni comunitarie condividano la rilevanza dell'innovazione e delle *start-up* come fattore centrale per lo sviluppo economico e l'occupazione, in particolare giovanile, nel nostro Paese.

⁷ All'11 marzo 2013 risultavano iscritte presso la sezione speciale prevista nel Registro delle imprese 307 *start-up* innovative.

⁸ L'incubatore di imprese *start-up* innovative è il soggetto che spesso ne accompagna il processo di avvio e di crescita, nella fase che va dal concepimento dell'idea imprenditoriale fino ai primi anni di vita, e lavora allo sviluppo della *start-up* innovativa, formando e affiancando i fondatori sui temi salienti della gestione di una società e del ciclo di business, fornendo sostegno operativo, strumenti di lavoro e sede nonché segnalando l'impresa agli investitori ed eventualmente investendovi esso stesso.

917, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione⁹. Sono previste inoltre delle specifiche condizioni che tali società devono rispettare, con riferimento all'oggetto sociale, a limiti di bilancio definiti, al divieto di distribuzione di utili, nonché agli obblighi di investire in spese di ricerca ed all'impiego di ricercatori o personale altamente qualificato¹⁰.

Con specifico riferimento all'intento di agevolare la raccolta del capitale di rischio da parte di queste imprese, il Decreto introduce appunto la possibilità che ciò avvenga per il tramite di un portale *on-line* (iscritto in un registro tenuto dalla Consob) mediante offerte che siano al di sotto del limite di applicabilità delle norme sul prospetto e a cui non si applicano le regole del TUF in materia di prestazione di servizi di investimento, ma le speciali disposizioni dettate dalla Consob.

3. Le deleghe regolamentari conferite alla Consob

Onde evitare un contrasto con la disciplina comunitaria di riferimento, il Decreto ha previsto un meccanismo conforme all'esenzione di cui all'articolo 3 della Direttiva MiFID.

⁹ Si specifica inoltre che ai fini del Decreto, sono considerate "start-up a vocazione sociale" le start-up innovative (di cui all'art. 25, commi 2 e 3, del Decreto) che operano in via esclusiva nei settori indicati all'articolo 2, comma 1, del decreto legislativo 24 marzo 2006, n. 155.

¹⁰ Il Decreto stabilisce che la *start-up* innovativa deve possedere i seguenti requisiti :

- a) i soci, persone fisiche, detengono al momento della costituzione e per i successivi ventiquattro mesi, la maggioranza delle quote o azioni rappresentative del capitale sociale e dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria dei soci;
- b) è costituita e svolge attività d'impresa da non più di quarantotto mesi;
- c) ha la sede principale dei propri affari e interessi in Italia;
- d) a partire dal secondo anno di attività della start-up innovativa, il totale del valore della produzione annua, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non è superiore a 5 milioni di euro;
- e) non distribuisce, e non ha distribuito, utili;
- f) ha, quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;
- g) non è stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda;
- h) possiede almeno uno dei seguenti ulteriori requisiti:
 - 1. le spese in ricerca e sviluppo sono uguali o superiori al 20 per cento del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione della start-up innovativa. Dal computo per le spese in ricerca e sviluppo sono escluse le spese per l'acquisto e la locazione di beni immobili. Ai fini di questo provvedimento, in aggiunta a quanto previsto dai principi contabili, sono altresì da annoverarsi tra le spese in ricerca e sviluppo: le spese relative allo sviluppo precompetitivo e competitivo, quali sperimentazione, prototipazione e sviluppo del *business plan*, le spese relative ai servizi di incubazione forniti da incubatori certificati, i costi lordi di personale interno e consulenti esterni impiegati nelle attività di ricerca e sviluppo, inclusi soci ed amministratori, le spese legali per la registrazione e protezione di proprietà intellettuale, termini e licenze d'uso. Le spese risultano dall'ultimo bilancio approvato e sono descritte in nota integrativa. In assenza di bilancio nel primo anno di vita, la loro effettuazione è assunta tramite dichiarazione sottoscritta dal legale rappresentante della start-up innovativa;
 - 2. impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero;
 - 3. sia titolare o depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività di impresa.

Si è pertanto stabilito che “*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*” (nuovo art. 50-quinquies del TUF).

Al fine di salvaguardare l’affidabilità dei gestori di portali, si prevede, per coloro che ne detengono il controllo, il rispetto di requisiti di onorabilità, e per coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, il rispetto di requisiti onorabilità e professionalità. Tali requisiti dovranno essere dettati dalla Consob con apposito regolamento¹¹.

Alla Consob è inoltre affidata la vigilanza sui gestori di portali al fine di verificare l’osservanza delle disposizioni sopra citate ed alla stessa è stata delegata la definizione delle regole di condotta applicabili nel rapporto con gli investitori.

A tal fine la Consob può chiedere la comunicazione di dati e di notizie e la trasmissione di atti e di documenti, fissando i relativi termini, nonché effettuare ispezioni.

Per i gestori di portali che violano le suddette disposizioni nonché le disposizioni emanate dalla Consob in forza di esso, sono previste delle sanzioni amministrative¹².

Il Decreto stabilisce poi che la raccolta di capitali di rischio delle *start-up* innovative condotta attraverso i portali *on-line* abbia un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell’articolo 100, comma 1, lettera c), con ciò determinando la non applicazione della disciplina del prospecto.

In tale ambito la Consob è delegata ad emanare la disciplina applicabile alla raccolta di capitali di rischio condotta esclusivamente attraverso i citati portali *on-line*, al fine di tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali.

In particolare è previsto che la disciplina regolamentare assicuri che una quota degli strumenti finanziari offerti sia sottoscritta da investitori professionali (o da particolari categorie di investitori, individuate dalla Consob), quando l’offerta non sia riservata esclusivamente a clienti professionali.

Dovrà altresì essere definito meccanismo di tutela degli 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.

¹¹ L’iscrizione al registro tenuto dalla Consob sarà sottoposta ai seguenti requisiti:

- a. forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa;
- b. sede legale e amministrativa o, per i soggetti comunitari, stabile organizzazione nel territorio della Repubblica;
- c. oggetto sociale conforme con quanto previsto dal comma 1 [esercizio professionale del servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative ed iscrizione nel registro tenuto dalla Consob];
- d. possesso da parte di coloro che detengono il controllo e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo dei requisiti di onorabilità stabiliti dalla Consob;
- e. possesso da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, di requisiti di professionalità stabiliti dalla Consob.

¹² Per la violazione delle norme del Decreto o delle relative disposizioni di attuazione è prevista in capo ai gestori dei portali una sanzione amministrativa pecuniaria da euro cinquecento a euro venticinquemila. Per i soggetti iscritti nel registro tenuto dalla Consob, può altresì essere disposta la sospensione da uno a quattro mesi o la radiazione dal registro.

In conclusione, per quel che concerne l'attività di gestione dei portali, 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 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.

Con riguardo poi alla disciplina delle offerte al pubblico condotte esclusivamente attraverso uno o più portali (previste dal nuovo art. 100-ter del TUF), la Consob dovrà definire la disciplina applicabile a tali offerte al fine di:

- a) assicurare la sottoscrizione da parte di "investitori professionali o particolari categorie di investitori" dalla stessa individuate di una quota degli strumenti finanziari offerti, quando l'offerta non sia riservata esclusivamente a clienti professionali;
- b) 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.

4. Esiti delle analisi dell'indagine conoscitiva in materia di crowdfunding e primi dati relativi al settore delle start-up innovative

Ai fini della emanazione della regolamentazione secondaria in merito alla raccolta di capitali di rischio di *start-up* innovative per il tramite di portali *on-line*, delegata alla Consob dal decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179 (come modificato dalla legge di conversione 17 dicembre 2012, n. 221), recante "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese" (c.d. decreto "crescita-bis"), ed in linea con le migliori pratiche di *better regulation*, la Consob, ha dato avvio a una fase preliminare per raccogliere dati e informazioni necessari all'elaborazione delle opzioni regolamentari attuative di propria competenza in materia *crowdfunding*.

In data 21 gennaio 2013 è stato pubblicato un questionario indirizzato a tutti i soggetti potenzialmente interessati al tema del *crowdfunding*; tale consultazione preliminare con il mercato si è chiusa in data 8 febbraio 2013.

Il questionario era suddiviso in 4 sezioni, in base alle categorie dei soggetti interessati dalla emananda regolamentazione: gestori dei portali *on-line*, investitori potenziali, investitori professionali, *start-up* innovative.

Sono pervenute n. 53 risposte al questionario, nonché n. 8 contributi inviati senza l'utilizzo del format questionario.

Di seguito si riporta una sintesi delle risposte pervenute suddivise per le quattro sezioni considerate, mentre in allegato sono riportate le slides relative ai dati rilevati (cfr. All. 1A).

Le risposte alle domande “chiuse” (e nei casi in cui sono risultate analizzabili quantitativamente, anche le risposte alle domande “aperte”) sono state oggetto di analisi dettagliata e le relative elaborazioni grafiche sono rappresentate nel citato allegato 1A, mentre i tratti salienti delle stesse vengono sintetizzati nei paragrafi che seguono assieme all’analisi delle risposte alle domande “aperte”.

In allegato (cfr. All. n. 1B) si riportano i primi dati (forma giuridica utilizzata, localizzazione geografica, settore di riferimento etc.) relativi alle 307 start up innovative iscritte nella sezione speciale del Registro delle Imprese, alla data del 21 marzo 2013.

Sezione 1: Domande per i gestori (anche potenziali) di portali on-line¹³

Le domande a risposta chiusa avevano l’obiettivo fondamentale di indagare sulle **attività** che il portale può svolgere e sui **requisiti di professionalità** che i vertici aziendali dovrebbero possedere.

In tal senso, il 93% dei rispondenti è convinto che il portale debba effettuare una prima **selezione** dei progetti che intendono accedere al *crowdfunding*. Dall’analisi delle risposte aperte emerge che i partecipanti all’indagine si sono espressi con favore affinché il gestore - oltre a fungere “da vetrina” dando visibilità a tutte le *start up* - fornisca ulteriori servizi a “valore aggiunto” ossia: analisi di fattibilità dei progetti; attività di controllo; attività volte a facilitare flussi informativi anche successivi al periodo di offerta e eventuali attività di consulenza (principalmente di tipo strategico ed operativa per le *start-up*). Alcuni rispondenti hanno manifestato l’opportunità che i gestori dei portali rendano trasparenti e consultabili i criteri utilizzati per selezionare i progetti.

Con riferimento agli **investimenti** stimati per implementare il portale di *crowdfunding*, i partecipanti all’indagine hanno manifestato giudizi fortemente disomogenei. Tale diversità di stime è riconducibile principalmente ai diversi servizi che si ritiene debbano essere offerti agli investitori ed alla capacità di stimare, progettare e produrre *in house* il portale.

In merito alle **strutture commissionali** da applicare alle *start up*, dall’indagine sono emerse rilevanti preferenze per strutture basate principalmente su: i) commissioni proporzionali ai fondi raccolti (“*success fee*”) e ii) commissioni di ammissione al portale. Tale seconda tipologia di commissione viene descritta come di ammontare non rilevante ed avente la finalità di selezionare i soggetti realmente interessati alla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line*.

Una minore omogeneità di giudizio è stata evidenziata con riferimento ai **requisiti di professionalità**, con riferimento ai quali la maggioranza (56%) dei rispondenti alle domande “chiuse” non ritiene che sussista la necessità di prevedere professionalità informatiche fra i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, anche se l’opinione contraria è risultata comunque significativamente rappresentata (44%). Dall’analisi delle risposte alle domande aperte in tema di requisiti di professionalità è, invece, emerso che gli esponenti aziendali del portale dovrebbero essere in possesso di rilevanti conoscenze interdisciplinari (informatica, legale, amministrativa, contabile, economica, finanziaria, *marketing*). Considerato infine che la disciplina del decreto crescita-*bis* fa riferimento ad un modello di *equity crowdfunding* “di nicchia”, rappresentato da investimenti nel capitale di rischio di *start-up* innovative ad alto contenuto tecnologico, tale circostanza, secondo alcuni rispondenti, richiede anche una valutazione da parte del portale degli aspetti tecnico-scientifici dei progetti presentati.

¹³ Sono pervenute n. 47 risposte alla sezione relativa alle domande “aperte” per gestori (anche potenziali) di portali on-line. Si segnala peraltro che i partecipanti all’indagine non hanno risposto a tutte le domande previste in tale sezione, ma che le stesse sono state comunque ricondotte a dati analizzabili dal punto di vista statistico, anche al fine di potere rendere una rappresentazione sintetica e grafica delle risposte pervenute.

Infine, con riferimento al **dimensionamento** medio dei gestori di portali di *crowdfunding* i rispondenti hanno evidenziato che - almeno nella fase di lancio degli stessi – potrebbe essere anche inferiore a 5 unità.

Sezione 2: domande per gli investitori retail (potenziali)

Sono pervenute 31 risposte alle domande della sezione dedicata agli investitori *retail*.

In base alle risposte fornite relativamente ai prodotti finanziari in cui sono **investiti** i propri risparmi, i rispondenti hanno evidenziato un profilo di rischio/rendimento compatibile con strumenti “*equity*” analoghi a quelli che saranno offerti tramite i portali (il 64% investe in azioni e il 61% in fondi azionari).

Quanto ai **rischi** ritenuti più significativi sono stati individuati (84% dei rispondenti) il rischio di perdita del capitale e quello di carenza di informazioni successive all’offerta con riferimento all’investimento in *start-up* innovative, mentre in relazione ai rischi connessi al fatto che l’offerta avvenga *on-line* a preoccupare gli investitori sono le probabilità di essere truffati (72%) e, anche con riferimento all’offerta, la carenza di informazioni (50%).

In coerenza con quanto appena evidenziato, la quasi totalità dei rispondenti (94%) ritiene che sussista la necessità di prevedere degli **obblighi di informazione** verso gli investitori da parte dei gestori dei portali con riferimento alle caratteristiche e ai rischi generalmente associati all’investimento in *start-up* innovative, e (97%) che il portale debba fornire le indicazioni che consentano un agevole accesso al *set* informativo relativo allo specifico emittente.

Tali orientamenti sono confermati dalle risposte alle domande “aperte” aventi ad oggetto le **informazioni** che gli investitori si aspettano di ricevere dal portale sia nella fase antecedente l’adesione alle offerte che nella fase successiva alla chiusura delle medesime.

Con riferimento alle **modalità** utilizzabili dal portale per rendere **comprensibili i rischi** si evidenzia:

- a) la necessità di effettuare attività di investor education;
- b) la necessità di rilasciare un’informativa che sia chiara, sintetica e comprensibile anche “ai non addetti”;
- c) l’opportunità di utilizzare strumenti multimediali (come video o rappresentazioni visive o grafiche) oltre ai tradizionali documenti cartacei;
- d) la necessità di prevedere il superamento di un test/questionario da parte dell’investitore *retail* quale condizione per aderire alle offerte sul portale.

Quanto **all’oggetto** dell’informativa, con particolare riferimento al **rischio di perdita del capitale**, rilevano:

- i) la descrizione del rischio tipico di perdita del capitale investito in una *start-up* innovativa (comprensivo delle deroghe al diritto societario e al diritto fallimentare);
- ii) informazioni sull’emittente, sulle competenze e sulle esperienze dei componenti del *team*, *sul progetto* imprenditoriale, sul mercato di riferimento;
- iii) informazione sulla presenza di eventuali patti di riacquisto, di clausole di *lock up* e di *put option* a favore degli investitori ovvero di diritti di co-vendita a favore degli investitori che hanno aderito all’offerta sul portale;
- iv) la messa a disposizione di *business plan* e di documenti sugli scenari futuri.

Con riferimento al **rischio di illiquidità**, i rispondenti ritengono che l’informativa dovrebbe riguardare:

- i) una esauriente e comprensibile spiegazione del mercato “one-to-one” e dunque del rischio di illiquidità (corredata da esempi e da un raffronto con investimenti liquidi, ad esempio in azioni quotate);
- ii) la presenza di patti di riacquisto;
- iii) la possibilità che il portale faciliti le offerte tra i soci;
- iv) la descrizione della tempistica per il raggiungimento degli obiettivi intermedi.

Per quel che riguarda l'informazione ***che il portale potrebbe/dovrebbe fornire una volta chiusa l'offerta***, dalle risposte alle domande aperte si evidenzia un interesse relativamente a:

- a) attività di rendicontazione sul progetto imprenditoriale (pubblicazione periodica dei “milestone”, dei traguardi intermedi raggiunti nello sviluppo imprenditoriale), corredata da strumenti multimediali (video, interviste, *newsletter*);
- b) informativa periodica finanziaria (risultati finanziari e operativi dell'investimento) nonché informativa sui fatti salienti (delibere assembleari, principali decisioni dell'organo di supervisione strategica).

Diversi rispondenti hanno sottolineato che il portale potrebbe anche svolgere un ***servizio*** volto a consentire una ***comunicazione diretta tra l'emittente e gli investitori*** o fra questi ultimi (sezione riservata del sito per contatti diretti, *blog* tra investitori, possibilità di svolgere assemblee in *streaming*) nonché facilitare la partecipazione degli investitori alla vita societaria (sistemi di rappresentanza assembleare, voto elettronico).

L'***informazione*** viene identificata anche come la principale forma di ***tutela in caso di cambio di controllo***: il 66% dei rispondenti si sentirebbe tutelato da una elevata trasparenza che consenta di esprimere un giudizio sul nuovo acquirente e sulle prospettive legate al cambio del controllo.

Si evidenzia, tuttavia, che una buona parte dei rispondenti (53%) aspirerebbe ad una forma più pervasiva di tutela, che oltre alla trasparenza preveda anche un ***obbligo al riacquisto*** delle quote da parte del nuovo controllante.

Nell'impianto legislativo, la sottoscrizione da parte di ***soggetti professionali*** di una quota dell'offerta dovrebbe poter contribuire, insieme agli obblighi di trasparenza a carico delle *start-up*, ad aumentare la fiducia nell'investimento: sul punto, tuttavia, le risposte al questionario fanno sorgere dei dubbi, in quanto il 41% dei rispondenti non considera il “co-investimento” degli istituzionali uno strumento in grado fornire adeguate garanzie sull'affidabilità della *start-up* innovativa.

Nell'ambito delle risposte alle domande aperte sono state indicate le altre categorie di soggetti riconducibili alla nozione di ***investitori professionali*** (ai sensi e per gli effetti dell'art. 100-ter, comma 2 del TUF¹⁴). Tra queste rilevano:

- a) investitori istituzionali (fondi, anche esteri e anche con partecipazione pubblica) dotati di poteri di *governance* (nomina amministratore minoranza o indipendente, sindaco minoranza, etc.);
- b) soggetti specializzati nella valutazione di start-up quali *business angels* e *venture capitalist*;

¹⁴ Ai sensi del comma 2 del nuovo art. 100-ter “La Consob determina la disciplina applicabile alle offerte di cui al comma precedente, al fine di assicurare la sottoscrizione da parte di investitori professionali o particolari categorie di investitori dalla stessa individuate di una quota degli strumenti finanziari offerti, quando l'offerta non sia riservata esclusivamente a clienti professionali...”.

- c) investitori specializzati nella valutazione di progetti imprenditoriali ad alto contenuto tecnologico quali incubatori, acceleratori, università, etc.;
- d) aziende appartenenti allo stesso settore dell'emittente;
- e) soggetti dotati di una ricchezza superiore ad una certa soglia.

Quanto all'**ammontare** (potenziale) dei risparmi da investire su portali *on-line*, la maggior parte dei rispondenti (41%) è orientato verso una cifra che non superi i 10.000 euro e sia contenuta (86%) entro il 10% del proprio reddito annuo disponibile.

Ai partecipanti è stato infine chiesto di indicare quali siano le “**informazioni chiave**” che orienteranno la loro scelta di investimento. In tal senso, sono emersi quali elementi principali il progetto imprenditoriale (ritenuto informazione chiave dal 91% dei rispondenti), i piani strategici e operativi dell'azienda (81%), il *curriculum vitae* degli amministratori (63%) e i rischi associati all'iniziativa imprenditoriale (47%).

Sezione 3: domande per gli investitori “professionali”

Sono pervenute n. 12 risposte alla sezione relativa alle domande per gli investitori professionali / *venture capitalist* / *business angels*.

La gran parte dei rispondenti (82%) ritiene che la **quota massima** di strumenti finanziari che potrebbe sarebbe disposto a sottoscrivere in relazione ad offerte effettuate per il tramite di un portale non vada oltre i 50.000 euro. Quanto alla percentuale dell'ammontare offerto il 56% valuterebbe di sottoscrivere una quota inferiore al 10%, il restante 44% una quota fra il 10% e il 20%, mentre nessun rispondente sarebbe orientato a valutare la sottoscrizione di una quota superiore.

Con riferimento all'**orizzonte temporale**, il 50% sarebbe orientato a mantenere le quote oltre i 4 anni mentre il 42% vorrebbe disinvestire la quota entro i 4 quattro anni connessi allo *status* giuridico di start-up innovativa. I rispondenti sono equamente suddivisi (50% sì, 50% no) nel giudicare la presenza di un **impegno al riacquisto** da parte dell'emittente un efficace incentivo alla sottoscrizione.

Per quanto concerne i **benefici attesi** dall'investimento in *start-up* innovative, la grande maggioranza delle risposte “aperte” (9) hanno indicato dei ritorni di natura economico-finanziaria. Un solo soggetto evidenzia quale beneficio atteso il diritto di prelazione sullo sfruttamento commerciale (di quanto oggetto dell'investimento in *start-up*).

Si segnala, altresì, l'indicazioni di alcuni benefici di natura socio-economica attesi dai soggetti interessati (5 risposte “aperte”): ad esempio, contributi allo sviluppo del Paese e del territorio, sviluppi occupazionali, sviluppi all'innovazione.

Per quanto concerne i **costi** applicati alle *start-up* per i servizi di un *venture capitalist* ovvero di un *business angel*, dalle risposte pervenute è emerso che questi ultimi sono prossimi allo zero (8 risposte). Nelle altre risposte, invece, si specifica che tali costi non sono standardizzabili ovvero non sono noti.

Infine, quali “**informazioni chiave**” per la scelta d'investimento sono stati identificati: i piani strategici e operativi dell'azienda (ritenuto informazione chiave dal 100% dei rispondenti), il *curriculum vitae* degli amministratori (100%) e il progetto imprenditoriale (83%).

Sezione 4: domande per le start-up innovative

Alla sezione del Questionario relativa alle *start-up* innovative hanno risposto 16 soggetti, 2 dei quali non hanno fornito riscontro alle domande aperte.

Delle restanti 14 risposte alla sezione aperta, 5 sono identiche fra di loro in quanto rappresentative di un unico gruppo di soggetti (futuri soci di una *start-up* innovativa), che moltiplicando la loro partecipazione all'indagine conoscitiva hanno inteso dare maggior forza alle loro considerazioni.

Dall'analisi delle risposte chiuse è possibile evidenziare che ***l'interesse delle start-up nei confronti del crowdfunding*** appare significativo, tanto che l'82% ha già avviato contatti con consulenti al fine di effettuare le attività propedeutiche all'offerta tramite portali. La dimensione delle esigenze finanziarie da "esporre" sulle piattaforme è concentrata (67%) nell'intervallo compreso fra 100.000 e 500.000 euro.

Tutti i rispondenti asseriscono di essere pronti ad ***accettare gli obblighi di trasparenza*** che dovranno rispettare per avere la possibilità di vedere ampliate le proprie opportunità di raccolta di capitale e l'82% ha dichiarato l'intenzione, in prospettiva, di ***richiedere l'ammissione dei propri strumenti su una piattaforma di negoziazione***.

Dall'esame delle risposte aperte emerge che 12 rispondenti hanno già effettuato tentativi di ***apertura del proprio capitale sociale a terzi***, tramite amici e conoscenti ("*friends and family*") (8); *venture capitalist* (VC) (3); *business angels* (BA)(4), altri investitori (2).

I ***costi connessi per i servizi forniti da VC o BA*** (5 risposte) sono correlati alle trattative preventive all'accordo, alle consulenze e servizi preliminari offerti, alla costituzione di una società e sono quantificati in €40.000 (una risposta) o in "decine di migliaia di euro" (una risposta).

In relazione alla domanda sulle modalità di ***determinazione del prezzo di offerta*** degli strumenti finanziari, le risposte fornite si suddividono fra:

- determinazione da parte dell'offerente, con l'eventuale ausilio di *advisors* finanziari, o direttamente con gli investitori interessati (5);
- d'intesa con il gestore del portale, laddove questo svolga la valutazione del progetto (1 risposta);
- dal gestore del portale, attraverso un modello finanziario standardizzato e condiviso con l'offerente (1 risposta);
- in un caso viene indicata la possibilità per il gestore, ad esito di opportuna *due diligence*, di non ammettere le offerte per evitare *overpricing* e frodi.

I ***benefici attesi*** dalla raccolta attraverso il *crowdfunding* sono:

- abbattimento dei costi di raccolta di capitale di rischio;
- accesso ai capitali con regole meno restrittive rispetto al ricorso a banche e fondi di VC;
- possibilità di raggiungere clienti e investitori intenzionati a offrire piccole cifre;
- possibilità di condividere il rischio;
- ampia visibilità del progetto presentato, *marketing*, accelerazione dello sviluppo imprenditoriale;
- realizzabilità di idee innovative;
- maggiore competitività.

Mentre i ***rischi*** sono:

- difficoltà nella gestione di una base azionaria allargata (*governance* e *investors relations*) e apertura del capitale a soggetti poco competenti o consapevoli, con cui dover condividere le decisioni strategiche;

- difficoltà nella (eventuale) successiva cessione della società a terzi (necessità di proteggere sia l'interesse di chi voglia vendere allo stesso prezzo sia di chi voglia rimanere azionista);
- rendere note idee imitabili, problemi di riservatezza a fronte della necessaria trasparenza verso i nuovi investitori;
- rischi di divergenza fra le valutazioni dell'imprenditore e quelle del gestore (ad esempio, ove sia offerto dal portale il servizio di valutazione dei progetti imprenditoriali o del prezzo di offerta delle partecipazioni).

5. Le opzioni regolamentari e l'analisi costi-benefici

L'Analisi d'Impatto della Regolamentazione (AIR) costituisce ormai il perno nell'attività regolatoria non solo delle Istituzioni internazionali così come delle Autorità dei principali Paesi. Essa risponde all'esigenza di indirizzare i *regulator* verso una più compiuta valutazione delle opzioni disponibili, al fine di individuare quelle più efficaci e meno onerose e rendere più efficiente e trasparente il processo regolamentare. Del resto, una buona qualità delle norme non può prescindere da una valutazione dell'impatto in termini di costi e benefici delle stesse.

Alcune delle principali scelte proposte al mercato nel documento di consultazione sono state supportate dall'utilizzo delle metodologie AIR, nell'intento di affinare le norme in corso di emanazione e tenendo conto, al tempo stesso, delle effettive conseguenze connesse alle possibili opzioni regolamentari adottabili.

In particolare, nell'Allegato 1C si riportano i principali vantaggi e svantaggi delle principali opzioni regolamentate valutate alla luce delle stringenti deleghe regolamentari ricevute e delle principali osservazioni emerse in sede di pre-consultazione con i portatori di interessi, sempre nell'ottica di tutela degli investitori chiamati a sottoscrivere gli strumenti di capitale delle start up innovative.

L'analisi delle *opzioni* regolamentari ha riguardato, in particolare, le seguenti aree tematiche:

- inquadramento regolamentare;
- istituzione del registro tenuto dalla Consob;
- procedimento di iscrizione" (istruttoria);
- requisiti di onorabilità degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale dei gestori di portali;
- requisiti di professionalità degli esponenti aziendali dei gestori di portali;
- definizione di regole di condotta;
- schema per la diffusione delle informazioni sulle singole offerte delle start-up innovative;
- individuazione di una particolare "categoria di investitori", alla quale riservare una quota degli strumenti finanziari offerti;
- sottoscrizione da parte di investitori professionali di una quota di strumenti finanziari offerti laddove l'offerta non sia destinata esclusivamente agli investitori professionali;
- sottoscrizione da parte di investitori professionali quale requisito per l'ammissione ovvero quale condizione per il perfezionamento dell'offerta;
- provvedimenti cautelari, sospensione e radiazione;
- introduzione di strumenti di tutela degli investitori retail nel caso di cessione delle partecipazioni di controllo;
- archiviazione della documentazione da parte del gestore;
- comunicazione dei flussi informativi e documentali alla Consob.

Le scelte proposte mirano 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.

6. Attenzione agli oneri amministrativi connessi alla regolamentazione in materia di crowdfunding

L'art. 6, comma 3, del D.L. 13 maggio 2011 n. 70, convertito con legge 12 luglio 2011 n. 106, stabilisce che *"Nel perseguimento dell'obiettivo di riduzione degli oneri amministrativi definito in sede di Unione europea, [...] le autorità amministrative indipendenti di vigilanza e garanzia effettuano, nell'ambito dei propri ordinamenti, la misurazione degli oneri amministrativi a carico delle imprese con l'obiettivo di ridurre tali oneri entro il 31 dicembre 2012, proponendo le misure legislative e regolamentari ritenute idonee a realizzare tale riduzione"*.

Il programma di riduzione degli oneri amministrativi si inserisce nell'ambito delle disposizioni – di derivazione comunitaria – volte a diffondere ed armonizzare la legislazione degli Stati europei per l'obiettivo comune di perseguire una strategia di identificazione dei costi superflui per le imprese ("Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento Europeo, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni – Programma d'azione per la riduzione degli oneri amministrativi nell'Unione Europea" del 24.01.2007).

Per oneri amministrativi si intendono *"i costi degli adempimenti cui cittadini ed imprese sono tenuti nei confronti delle pubbliche amministrazioni nell'ambito del procedimento amministrativo, compreso qualunque adempimento comportante raccolta, elaborazione, trasmissione, conservazione e produzione di informazioni e documenti alla pubblica amministrazione"* (art. 3 del D.L. 09.02.2012 n. 5).

D'altra parte, la crisi economico-finanziaria degli ultimi anni, nell'ottica di una maggiore tutela degli investitori e della salvaguardia dell'integrità dei mercati, ha comportato l'introduzione di alcuni nuovi oneri per le imprese necessari ad incrementare la trasparenza e la fiducia nel mercato.

In tale duplice ottica la Consob, con esplicito riferimento alle deleghe ricevute in materia di *crowdfunding*, per rendere più efficaci, efficienti e semplificati i rapporti tra soggetti vigilati e l'Autorità, ha effettuato le seguenti scelte regolamentari:

- istituzione di un unico registro - pubblicato nella parte "Albi ed Elenchi" del Bollettino elettronico della Consob - per i soggetti che svolgono l'attività di gestione di portali a seguito dell'autorizzazione da parte della Consob (in caso di sussistenza dei relativi requisiti) con una sezione speciale per i "gestori di diritto" (banche e imprese di investimento autorizzate);
- semplificazione e standardizzazione del procedimento di iscrizione nel registro attraverso i) la definizione di un apposito modello di domanda di iscrizione per i "gestori da autorizzare" e ii) la semplice comunicazione dell'intenzione di avviare l'attività di gestione del portale, secondo un modello prestabilito, ai fini dell'annotazione nella sezione speciale del registro per i "gestori di diritto", con una mera efficacia di pubblicità notizia e di certificazione anagrafica;
- forte riduzione dei termini istruttori previsti per i gestori di portali da autorizzare rispetto ai termini indicati nel Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio

1998, n. 58 in materia di intermediari (delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007, e successive modifiche);

- predisposizione e standardizzazione dello schema per la diffusione delle informazioni sulle singole offerte delle start-up innovative da presentare sul portale in assenza di comunicazione, autorizzazione e deposito presso la Consob;
- completa valorizzazione dei siti *internet* dei gestori dei portali e delle *start-up* quale unico canale per la diffusione delle informazioni regolamentate;
- individuazione in un unico articolo degli obblighi di comunicazione periodica (su base annuale, o ad evento), eliminando il supporto cartaceo al fine di favorire l'accessibilità ad informazioni strutturate per una più incisiva attività di vigilanza;
- introduzione per i gestori dei portali della possibilità di archiviazione e conservazione sostitutiva in formato digitale della documentazione;
- 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.

TM,DZ,VM
130790067