

ANALISI DI IMPATTO DELLA REGOLAMENTAZIONE

Attuazione della disciplina del Crowdfunding:

le deleghe ricevute, le opzioni e le principali scelte regolamentari

ROMA – 26 marzo 2013

Le deleghe previste dal Decreto “crescita-bis”

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

Per quel che concerne l’attività di gestione dei portali, 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.

Le deleghe previste dal Decreto “crescita-bis”

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 (di cui al nuovo art. 100-ter del TUF), la Consob dovrà definire la disciplina applicabile a tali offerte al fine di:

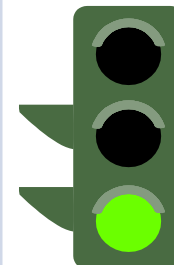
- ***assicurare la sottoscrizione da parte di “investitori professionali o particolari categorie di investitori”*** dalla stessa individuate di una quota degli strumenti finanziari offerti, quando l'offerta non sia riservata esclusivamente a clienti professionali;
- ***tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali nel caso in cui i soci di controllo della start-up innovativa cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta.***

Le Opzioni

OPZIONI sull'“*inquadramento regolamentare*”

- A. Regolamento autonomo;
- B. Inclusione nei regolamenti esistenti con riferimento alle specifiche materie.

	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none"> • Necessità di replicare alcuni riferimenti/definizioni laddove necessario (es. start up innovativa, ecc.); • visione non sistematica di attività simili (servizi di investimento/offerta al pubblico di prodotti finanziari) dal punto di vista “funzionale” . 	<ul style="list-style-type: none"> • Visione sistematica della regolamentazione sul <i>crowdfunding</i> contraddistinta da forti specificità; • <i>single rule book</i> del fenomeno per gli operatori e per l'attività di vigilanza.
B	<ul style="list-style-type: none"> • Visione non sistematica della regolamentazione sul <i>crowdfunding</i>; • modifica di regolamenti Consob in vigore (coordinamento delle norme regolamentari). 	<ul style="list-style-type: none"> • Collocamento delle regole connesse alla gestione di portali <i>on-line</i> nell'ambito dei servizi e delle attività cui fanno riferimento → visione sistematica dei servizi e altre attività di investimento.



Le Opzioni

OPZIONI relative all'“*istituzione del registro tenuto dalla Consob*”

- A. Registro per i “gestori da autorizzare”;
- B. In aggiunta al registro di cui sopra prevedere una sezione speciale per i “gestori di diritto” (con una mera efficacia di pubblicità notizia e di certificazione anagrafica).

	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none"> • Impossibilità per start-up o investitori di avere una visione globale dei gestori presenti sul mercato; • problematiche di vigilanza per la Consob (pubblicità sanzioni, ecc.). 	—
B	<ul style="list-style-type: none"> • Semplice comunicazione da parte dei gestori <i>ipso iure</i> (mera efficacia di pubblicità notizia). 	<ul style="list-style-type: none"> • Visione globale per start-up o investitori dei gestori presenti sul mercato; • assenza di problematiche di vigilanza per la Consob (visione globale dei gestori, pubblicità sanzioni, contributi di vigilanza, ecc.).



Le Opzioni

📄 OPZIONI relative al “*procedimento di iscrizione*” (istruttoria)

- A. Iscrizione a seguito dell'accertamento dei requisiti di onorabilità e professionalità previsti dal decreto;
- B. Previsione di ulteriori condizioni (relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa).

 OPZIONI	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none">• Minore capacità di intervenire <i>ex ante</i> sull'operatività del portale.• Minore tutela per il mercato.	<ul style="list-style-type: none">• Rapidità del procedimento;• riduzione dell'impatto sui gestori in termini di costi di <i>compliance</i>.
B	<ul style="list-style-type: none">• Maggiori costi di <i>compliance</i> per i gestori “potenziali”;• Tempi del procedimento maggiori connessi all'accertamento della capacità del gestore di esercitare correttamente l'attività;• maggiore impatto organizzativo per l'Autorità di vigilanza.	<ul style="list-style-type: none">• Possibilità di intervenire sull'operatività incentivando attraverso la <i>moral susasion</i> presidi organizzativi ritenuti più tutelanti;• maggiore <i>know how</i> per le unità organizzative interessate dall'attività di vigilanza;• maggiori tutele per gli investitori retail.

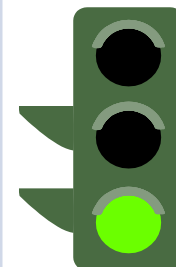


Le Opzioni

 OPZIONI relative ai *“requisiti di onorabilità degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale dei gestori di portali”*

- A. Richiamo dei requisiti di onorabilità previsti per gli esponenti aziendali e i partecipanti al capitale degli intermediari
- B. Definizione di requisiti meno stringenti e restrittivi

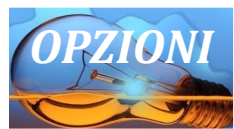
 OPZIONI	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	-	<ul style="list-style-type: none"> • Elevato standard etico/comportamentale; • minore incertezza in termini di attività di vigilanza; • maggiore affidabilità dei gestori.
B	<ul style="list-style-type: none"> • Maggiori rischi di ingerenza criminale; • problematiche relative alle valutazioni di vigilanza. 	-

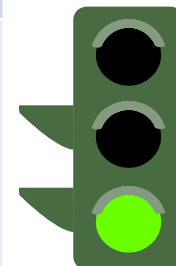


Le Opzioni

 OPZIONI relative ai “*requisiti di professionalità degli esponenti aziendali dei gestori di portali*”

- 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


 OPZIONI	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none"> • Barriera all'ingresso per soggetti non riconducibili al settore finanziario-bancario; • mancato rispetto dei principi di autonomia decisionale, proporzionalità, agevolazione dell'innovazione e della concorrenza ex art. 6, comma 01) del TUF. 	–
B	–	<ul style="list-style-type: none"> • Rispetto dei principi di autonomia decisionale, proporzionalità, agevolazione dell'innovazione e della concorrenza ex art. 6, comma 01) del TUF.



Le Opzioni

OPZIONI relative alla “*definizione di regole di condotta*”

- A. Regole di condotta uniformi sia per i “gestori da autorizzare” sia per i “gestori di diritto”;
- B. Applicazione regole MiFID per “gestori di diritto” e regole speciali per “gestori da autorizzare”.

	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none"> • Rischio gold plating per i gestori di diritto; • eccesso di delega rispetto alla normativa primaria. 	<ul style="list-style-type: none"> • Applicazione di regole di vigilanza uniformi (<i>level playing field</i>, vigilanza per funzioni).
B	<ul style="list-style-type: none"> • Approccio di vigilanza per soggetti. 	<ul style="list-style-type: none"> • Stretta aderenza alla delega prevista dalla normativa primaria; • Riconduzione ad unità della disciplina del crowdfunding nell'alveo delle regole di derivazione MiFID attraverso: <ul style="list-style-type: none"> - regole MiFID per i “gestori di diritto” (dovere di agire “in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei loro clienti” specie se con riferimento a prodotti finanziari illiquidi); - regole di condotta peculiari per i “gestori da autorizzare” con applicazione delle regole MiFID – da parte di banche o imprese di investimento - nella fase di esecuzione degli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari.



Le Opzioni

📄 OPZIONI relative allo “*schema per la diffusione delle informazioni sulle singole offerte delle start-up innovative*”

- 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.

	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none"> • Raccolta delle informazioni richieste; • maggiori costi di <i>compliance</i> per i gestori (di diritto e autorizzati) e per le start up innovative. 	<ul style="list-style-type: none"> • Rapidità del procedimento; • safe harbour per i soggetti vigilati; • assenza di procedimento autorizzatorio/comunicazione a Consob; • set informativo definito e comparabilità fra le offerte; • riduzione delle asimmetrie informative.
B	<ul style="list-style-type: none"> • Set informativo disomogeneo e non comparabile; • assenza di linee guida per i gestori; • rischio di sanzioni elevato. 	<ul style="list-style-type: none"> • Maggiore aderenza ai principi di autonomia decisionale, proporzionalità, agevolazione dell’innovazione e della concorrenza ex art. 6, comma 01) del TUF.



Le Opzioni


 OPZIONI relative all'“individuazione di una particolare “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 bancarie, società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo di cui all'art. 2 della legge 5 ottobre 1991 n. 317, incubatori di start-up innovative di cui all'art. 25, comma 5, del decreto

	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none"> Costi di intermediazione. 	<ul style="list-style-type: none"> Preventiva valutazione della redditività/rischiosità dei progetti esposti sul portale effettuata da un soggetto professionale; riduzione asimmetrie informative.
B	<ul style="list-style-type: none"> Costi di intermediazione. 	<ul style="list-style-type: none"> Maggiore aderenza ai principi di autonomia decisionale, proporzionalità, agevolazione dell'innovazione e della concorrenza ex art. 6, comma 01) del TUF; incremento del novero dei soggetti in grado di finanziare la start-up; riduzione asimmetrie informative; preventiva valutazione della redditività/rischiosità dei progetti esposti sul portale effettuata da un soggetto professionale; valutazione del progetto da parte di soggetti con specifica esperienza nel settore delle start-up innovative.



Le Opzioni

 OPZIONI relative alla “*sottoscrizione da parte di investitori professionali di una quota di strumenti finanziari offerti laddove l’offerta non sia destinata esclusivamente agli investitori professionali*”

- A. pari al 5% della totalità dell’offerta
- B. pari al 10% della totalità dell’offerta

 OPZIONI	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none"> Costi di intermediazione. 	<ul style="list-style-type: none"> Minori rischi di reperimento di soggetti professionali disposti ad investire in start-up innovative (credit crunch, requisiti patrimoniali correlati ai rischi assunti); 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	<ul style="list-style-type: none"> Costi di intermediazione; maggiori rischi in termini di fattibilità dell’offerta (maggiori barriere). 	<ul style="list-style-type: none"> Preventiva valutazione della redditività/rischiosità dei progetti esposti sul portale effettuata da un soggetto professionale.



Le Opzioni

OPZIONI relative al “requisito per l'ammissione o condizione per il perfezionamento dell'offerta”:

- A. la sottoscrizione quale requisito per l'ammissione delle offerte sui portali
- B. la sottoscrizione quale condizione per il perfezionamento delle offerte

	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none"> Costi di intermediazione; condizione ostativa alla fattibilità dell'offerta. 	<ul style="list-style-type: none"> Maggiore affidabilità ex ante del progetto alla base dell'offerta; preventiva valutazione della redditività/rischiosità dei progetti esposti sul portale effettuata da un soggetto professionale; conoscenza ex ante da parte dell'investitore del soggetto professionale sottoscrittore di una quota dell'offerta.
B	<ul style="list-style-type: none"> 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. 	<ul style="list-style-type: none"> Maggiore visibilità della start-up presso gli investitori professionali tramite l'utilizzo del portale (minori rischi di reperimento di soggetti professionali).



Le Opzioni

📖 OPZIONI relative al “*provvedimenti cautelari, sospensione e radiazione*”

- A. Provvedimenti di cancellazione condizionati al mantenimento dei requisiti richiesti per l'iscrizione;
- B. Provvedimenti cautelari, sospensione e radiazione condizionati al mantenimento dei requisiti richiesti per l'iscrizione e al rispetto delle regole di condotta

 OPZIONI	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none">• Flusso documentale legato al cambiamento degli elementi che costituiscono requisiti di ammissione;• minore capacità deterrente delle sanzioni.	<ul style="list-style-type: none">• Minore impatto in termini di vigilanza.
B	<ul style="list-style-type: none">• Flussi informativi e documentale legati al cambiamento degli elementi che costituiscono requisiti di ammissione e vigilanza continuativa sulle regole di condotta;• maggiore impatto organizzativo per l'Autorità di vigilanza.	<ul style="list-style-type: none">• Maggiore impatto in termini di vigilanza (tempestività, ampiezza degli strumenti sanzionatori);• maggiori tutele per gli investitori;• maggiore capacità deterrente delle sanzioni.

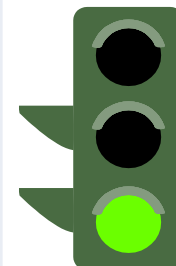


Le Opzioni

 OPZIONI relative all'“*introduzione di strumenti di tutela degli investitori retail nel 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


 OPZIONI	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none">• Minori tutele per gli investitori diversi dai clienti professionali che hanno contribuito con il loro apporto al successo dell'impresa.	<ul style="list-style-type: none">• Incentivazione alla concorrenza;• autonomia negoziale.
B	<ul style="list-style-type: none">• Costi per il soggetto acquirente tenuto a rilevare anche le quote sottoscritte dagli investitori retail.	<ul style="list-style-type: none">• Maggiori tutele per gli investitori diversi dai clienti professionali (tutela del contraente debole);• garantire all'investitore una way out;• tutela prevista dallo statuto delle società.



Le Opzioni

📁 OPZIONI relative all'“*archiviazione della documentazione da parte del gestore*”

- A. Utilizzo del supporto cartaceo
- B. Possibilità di archiviazione e conservazione sostitutiva in formato digitale della documentazione

 OPZIONI	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none">• Elevati costi (locale archivio, personale).	–
B	<ul style="list-style-type: none">• Investimento iniziale per la digitalizzazione dello storage	<ul style="list-style-type: none">• Risparmi di costi (locale archivio, personale);• facilità di reperimento e gestione delle informazioni;• incentivo all'innovazione.



Le Opzioni

📁 OPZIONI relative alla “*comunicazione dei flussi informativi e documentali alla Consob*”

- 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

 OPZIONI	SVANTAGGI	VANTAGGI
A	<ul style="list-style-type: none">• Necessità di predisporre/adattare un sistema che consenta la gestione informatizzata del procedimento (front-end e back-end);• costi iniziali relativi all’implementazione del sistema informatico.	<ul style="list-style-type: none">• Riduzione della tempistica di invio della documentazione;• ridotti costi di trasmissione da parte degli istanti;• riduzione del costo di acquisizione e gestione di dati strutturati con ricadute positive sull’attività di vigilanza.
B	<ul style="list-style-type: none">• Maggiori costi di gestione e archiviazione del cartaceo;• impatto sulla tempistica del procedimento;• impossibilità di acquisire dati strutturati se non con il ricorso ad attività di data entry;• maggiori ricadute organizzative in termini di risorse dedicate all’attività di vigilanza	<ul style="list-style-type: none">• Mancato sostenimento degli investimenti necessari per predisporre/adattare la gestione informatizzata del procedimento.

