



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ
E LA BORSA

Autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari



COUNSELORS OF REAL ESTATE
2018 European Chapter International Conference

***L'equity crowdfunding:
regolamentazione e evidenze di mercato***

TONI MARCELLI
CONSOB

Roma – 8 giugno 2018

Indice

- 1. Il contesto economico in cui è intervenuta la disciplina**
- 2. Equity crowdfunding: definizione**
- 3. *Policy* a sostegno dell'innovazione**
- 4. Il Regolamento CONSOB 18592 del 26 giugno 2013 e successive modifiche**
- 5. Evidenze di mercato**
- 6. Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sui prestatori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese**
- 7. Conclusioni**

1. Il contesto economico in cui è intervenuta la disciplina

Perché è importante l'**innovazione** ed, in particolare, quella **tecnologica**?



1. Il contesto economico in cui è intervenuta la disciplina

Progressiva convergenza fra.....

Mondo della tecnologia/dei dati

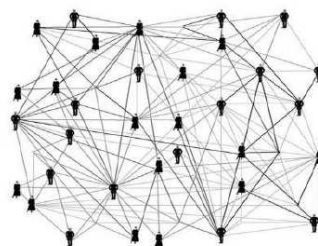


Mondo della finanza



Lunga storia di regolamentazione

Da
Relazioni
personali
bilaterali



A
Relazioni
digitali
multilaterali



La Fiducia ...elemento indispensabile

2. L'Equity crowdfunding: definizione

Con il termine *crowdfunding* si indica il processo con cui più persone (“folla” o *crowd*) conferiscono somme di denaro (*funding*), anche di modesta entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando **siti internet (“piattaforme” o “portali”)** e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa.

Il *crowdfunding* è definito “**equity-based**” quando tramite l’investimento *on-line* si acquista un vero e proprio **titolo di partecipazione** in una società: in tal caso in cambio del finanziamento si riceve un complesso di **diritti patrimoniali e amministrativi** che derivano dalla partecipazione nell’impresa.

La Consob con il Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 e successive modifiche, ha disciplinato la raccolta da parte delle piccole e medie imprese di capitali di rischio tramite portali on-line.

3. Policy a sostegno dell'innovazione

Decreto Legge 179/2012 (c.d. Decreto Crescita bis) convertito in Legge 17 dicembre 2012, n. 221

Decreto Legge 28 giugno 2013, n. 76, noto come "Decreto Lavoro", convertito con Legge del 9 agosto 2013, n. 99

Decreto legge 24 gennaio 2015, n. 3 (Investment Compact) convertito in Legge 24 marzo 2015, n.33

Legge n. 232 dell'11 dicembre 2016 (Legge di Bilancio 2017)

Decreto Legge n. 50 del 24 aprile 2017 convertito con modificazioni dalla L. 21 giugno 2017, n. 96

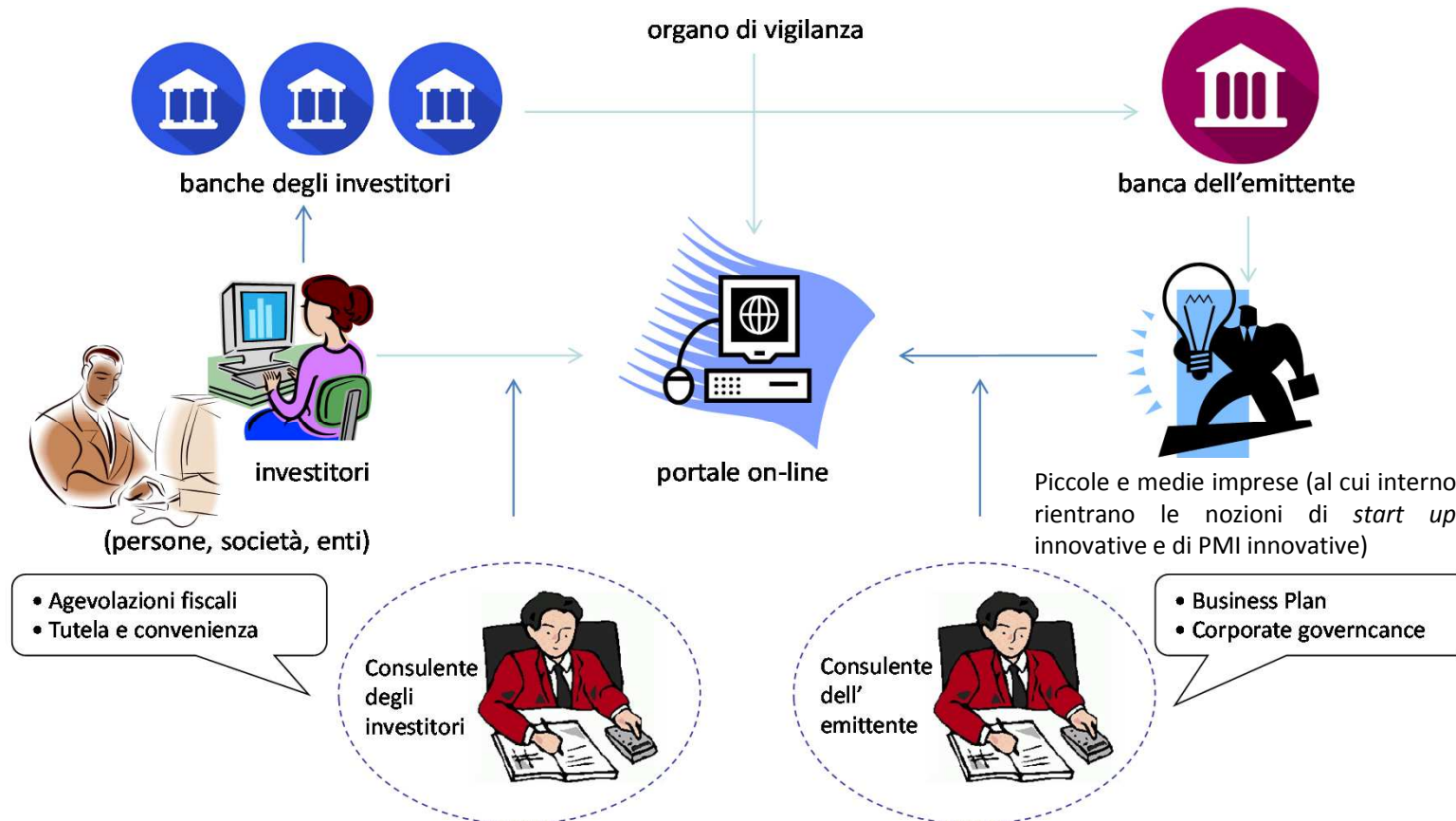
Decreto legislativo 3 agosto 2017, n. 129 di attuazione della direttiva 2014/65/UE (MiFID II)

Decreto legislativo 3 luglio 2017, n. 112, recante la revisione della disciplina in materia di impresa sociale (articolo 18, comma 8 e 9)



Revisione del Regolamento CONSOB 18592 del 26 giugno 2013, aggiornato con Delibera n. 20204 del 29 novembre 2017 e da ultimo con la Delibera n. 20264 del 17 gennaio 2018 (relativa al c.d. whistleblowing interno, in vigore dal 31 gennaio 2018)

4. Il Regolamento CONSOB 18592 del 26 giugno 2013 e successive modifiche



4. Il Regolamento CONSOB 18592 del 26 giugno 2013 e successive modifiche

GESTORI DI PORTALI - REGISTRO CONSOB

1. Gestori «di diritto» (Sim, imprese di investimento UE, imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, banche, Sgr, Sicav, Sicaf, società di gestione UE, GEFIA UE, GEFIA non UE, gestori di EuVECA e di EuSEF) – Sezione speciale
2. Gestori «da autorizzare» - Sezione ordinaria (basata sul regime di esenzione facoltativa previsto dall'art. 3 della Direttiva MIIFID II)

STRUMENTI DI TUTELA DEGLI INVESTITORI *RETAIL*:

1. Informazioni sulle singole offerte
2. Quota riservata ad investitori professionali
3. Strumenti di tutela in caso di cessione delle partecipazioni di controllo
4. Separatezza fra il patrimonio dell'offerente e i fondi raccolti
5. Adesione da parte dei Gestori «da autorizzare» a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori o la stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale
6. Disciplina del c.d. *whistleblowing* interno

AMBITO SOGGETTIVO DEI POTENZIALI OFFERENTI:

1. Piccole e medie imprese come definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del [Regolamento UE “Prospetto”] al cui interno rientrano le nozioni di start up innovative e di PMI innovative che mantengono un loro rilievo per i «vantaggi» in materia civilistica, giuslavoristica e fiscale (temporaneità dei benefici fiscali e ipotesi di decadenza dagli stessi)
2. Organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese

STRUMENTI FINANZIARI POTENZIALMENTE OGGETTO DI OFFERTA

1. Capitali di rischio (quote/azioni)
2. Quote di OICR

4. Il Regolamento CONSOB 18592 del 26 giugno 2013 e successive modifiche

Disciplina MiFID per i “gestori di diritto” che gestiscono un portale + richiamo alle norme di trasparenza e alle regole delle offerte di cui al Regolamento 26 giugno 2013 (Comunicazione CONSOB n. 0066128 del 1° agosto 2013).

versus

Regole peculiari per i gestori «autorizzati»

I gestori di portali «autorizzati» sono soggetti ad una specifica disciplina (Regolamento CONSOB 18592 del 26 giugno 2013 e successive modifiche) basata sul **regime di esenzione facoltativa previsto dall’art. 3 della Direttiva MiFID I - confermato (ed integrato) anche dalla MiFID II**).

In sintesi, i gestori di portali «autorizzati» (**“mera vetrina di offerte”**), in virtù della normativa cui sono sottoposti, possono svolgere unicamente **servizi c.d. “esecutivi” (raccolta degli ordini di adesione alle offerte)** che, non essendo assistiti anche da un’attività di consulenza, prevedono unicamente lo svolgimento di una **valutazione di appropriatezza delle operazioni (in caso di opt-in)**, la quale, come noto, si traduce nell’acquisizione di informazioni in merito alla conoscenza ed esperienza dei clienti; restano invece escluse le più ampie indagini che connotano l’effettuazione del test di adeguatezza.

4. Il Regolamento CONSOB 18592 del 26 giugno 2013 e successive modifiche

TUF – Art. 1, comma 5-novies - Definizioni

“piccole e medie imprese, come definite dall’articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129 [sul prospetto informativo]”

Le piccole e medie imprese sono definite:

“società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti:

- i. numero medio di dipendenti nel corso dell’esercizio inferiore a 250;*
- ii. totale dello stato patrimoniale non superiore a 43.000.000 EUR;*
- iii. fatturato netto annuale non superiore a 50.000.000 EUR”.*

TUF - Art.100 ter - Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali

Corrispettivo totale inferiore a 5.000.000 € (soglia prevista dalla Direttiva Prospetto e dall’art. 34 ter, comma 1, lettera c, Reg. Emittenti Consob). Si considerano unitariamente più offerte aventi ad oggetto il **medesimo prodotto** effettuate dal medesimo emittente od offerente nell’arco di **dodici mesi**

4. Il Regolamento CONSOB 18592 del 26 giugno 2013 e successive modifiche

Informazioni sulle singole offerte

- ✓ Utilizzo di uno **schema standard** (max 5 pagine) per la diffusione delle informazioni sulle singole offerte delle start-up (**comparabilità** delle offerte e riduzione delle asimmetrie informative) – Art. 16 Reg. Consob e richiamato Allegato 3.

Nessun procedimento di approvazione da parte della Consob.

- ✓ Obbligo di rendere **disponibili** in modo corretto e chiaro anche tutte le altre **informazioni** (anche di dettaglio) fornite dall'emittente - Art. 16 Reg. Consob.
- ✓ Obbligo di **aggiornamento** delle informazioni delle informazioni contenute nello schema e di renderle accessibili nel corso dell'offerta - Art. 16 Reg. Consob.
- ✓ Obbligo di informare circa l'esistenza del diritto di recesso dall'adesione (entro 7 giorni) - Art. 15 e 25 Reg. Consob.

Rafforzamento della «separatezza» fra il patrimonio dell'offerente e i fondi raccolti: fino alla chiusura dell'offerta (impossibilità dei creditori dell'emittente di pignorare, avviare procedure concorsuali sui fondi degli investitori giacenti sul conto «indisponibile» all'emittente salvo chiusura dell'offerta) - Art. 25 Reg. Consob (conto «destinato»)

4. Il Regolamento CONSOB 18592 del 26 giugno 2013 e successive modifiche

Individuazione della categoria di investitori alla quale riservare la quota di **almeno il 5%** degli strumenti finanziari offerti ex 100 ter comma 2 del TUF - Art. 24 Reg. Consob («investitori professionali o particolari categorie di...»)

- ✓ **Clients professionali privati di diritto e su richiesta** (Allegato 3, Reg. Consob 29/10/2007, n. 16190).
- ✓ **Clients professionali pubblici di diritto e su richiesta** (D.M. 11 novembre 2011, n. 236 MEF).
- ✓ **Fondazioni bancarie**
- ✓ **Incubatori di start-up innovative** (art. 25, comma 5, del D.L.179 del 2012)
- ✓ **Investitori a supporto delle piccole e medie imprese**

La soglia è ridotta al 3% per le offerte effettuate da piccole e medie imprese in possesso della certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato, **relativi agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta**, redatti da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili

4. Il Regolamento CONSOB 18592 del 26 giugno 2013 e successive modifiche

Requisiti oggettivi per identificare gli **investitori a supporto delle piccole e medie imprese** - Art. 24 Reg. Consob:

- valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, **superiore a cinquecento mila euro**;
- possesso dei **requisiti di onorabilità** previsti dall'articolo 8, comma 1;
- e possesso di almeno uno dei seguenti requisiti:
 - i. aver effettuato, nell'ultimo biennio, almeno tre **investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in piccole e medie imprese**, ciascuno dei quali per un importo almeno pari a quindici mila euro;
 - ii. aver ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di **amministratore esecutivo in piccole e medie imprese** diversa dalla società offerente.

4. Il Regolamento CONSOB 18592 del 26 giugno 2013 e successive modifiche

Strumenti di tutela in caso di cessione delle partecipazioni di controllo - Art. 24 Reg. Consob

- ✓ Previsione del diritto di **recesso** dalla società ovvero il **diritto di co-vendita** della partecipazione da parte degli investitori *retail* nel caso in cui i **soci di controllo**, successivamente all'offerta, trasferiscano direttamente o indirettamente il controllo **a terzi**, in favore degli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate al comma 2 che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari offerti tramite portale. Tali diritti sono riconosciuti per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta.

5. Evidenze di mercato - dati al 7 giugno 2018



Fonte: Osservatorio sul Crowdfunding del Politecnico di Milano

5. Evidenze di mercato – dati al 7 giugno 2018



5. Evidenze di mercato – dati al 7 giugno 2018



6. Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sui prestatori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese

I contenuti della proposta di regolamento

- La Commissione europea ha adottato lo strumento legislativo del **regolamento**, direttamente applicabile negli Stati Membri, facendo emergere una volontà di garantire un livello di massima armonizzazione delle regole sul crowdfunding.
- Viene affidata all'**ESMA** la responsabilità del rilascio dell'autorizzazione ai gestori di portali rientranti nell'ambito di applicazione del regolamento, che possono offrire servizi di crowdfunding su base cross-border nell'intero territorio dell'Unione.
- Viene tuttavia, prevista la **coesistenza tra diversi regimi** all'interno dei quali il gestore di portale può inquadrare la propria attività: da un lato, **quello europeo**, definito dal regolamento in oggetto, e dall'altro, i **regimi domestici** definiti dalle legislazioni nazionali degli Stati Membri.
- Intenzione della Commissione europea è di consentire nell'ambito dell'autorizzazione lo svolgimento di una duplice attività: i) facilitare l'erogazione di prestiti (c.d. **loan based**); ii) collocare, senza assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, valori mobiliari emessi dal project owner e/o ricevere e trasmettere ordini dei clienti aventi ad oggetto tali valori mobiliari (c.d. **investment based**).

6. Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sui prestatori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese

I contenuti della proposta di regolamento

- Viene previsto un limite quantitativo di controvalore per singole offerte pari ad un **milione di euro** (da calcolarsi nell'arco di 12 mesi con riferimento a uno specifico progetto di crowdfunding), al di sopra del quale il regolamento non trova applicazione.
- Viene definito l'obbligo per il gestore di fornire ai propri clienti, anche potenziali, tutte le informazioni, anche di marketing, in modo chiaro, comprensibile, completo e corretto (art. 14). L'art. 16 prevede inoltre l'obbligo di fornire ai potenziali clienti un documento redatto dal project owner per ogni offerta: il **Key Investment Information Sheet (KIIS)**.
- Si pone a carico del fornitore di servizi di crowdfunding l'obbligo di mantenere sempre **aggiornato** il Key Investment Information Sheet per l'intero periodo di validità dell'offerta e di implementare procedure adeguate per verificare la completezza e chiarezza delle informazioni contenute nel documento.

Proposta di regolamento: Considerando 35) e Article 17 - Bulletin board

no impresa di investimento .. Bakeka ... supporto tecnologico per consentire l'incontro di domanda e offerta

7. Conclusioni

- In Italia il fenomeno si è dimostrato finora di scarso interesse per la “folla” e riguarda invece (principalmente) una **nicchia di investitori esperti**.
- La reputazione, **la fiducia**, la comunicazione emotiva e semplificata giocano un ruolo fondamentale per il successo di una campagna di *crowdfunding*.
- La necessità di mantenere un elevato livello di **attenzione/vigilanza per impedire/limitare possibili distorsioni** (non intaccare la fiducia).
- Il **ruolo dell'Italia** nel dibattito europeo e internazionale: vantaggio “competitivo” dall’essere in anticipo sugli altri Paesi nell’introduzione di una normativa specifica e di averlo fatto sperimentando le migliori metodologie di produzione normativa.
- **L’analisi dei dati e il dialogo aperto** con gli operatori per affrontare questioni concrete che emergono in sede applicativa.



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ
E LA BORSA

Autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari



***COUNSELORS OF REAL ESTATE
2018 European Chapter International Conference***

***L'equity crowdfunding:
regolamentazione e evidenze di mercato***

**TONI MARCELLI
CONSOB**

Roma – 8 giugno 2018

STARTUP e PMI innovative a confronto.

Requisiti	STARTUP INNOVATIVE (art. 25, commi 2 e 3, DL 179/2012)	PMI INNOVATIVE (art. 4, comma 1, DL 3/2015)
Società di capitali, costituita anche in forma cooperativa	Sì	Sì
Non quotata	Sì	Sì, ma può quotarsi su una piattaforma multilaterale di negoziazione
Residente in Italia o in Paese Ue ma con sede o filiale in Italia	Sì	Sì
Delimitazioni temporali	Nuova o attiva da meno di 5 anni + regime speciale per le società costituite da meno di 4 anni dall'entrata in vigore del DL 179/2012	Non ci sono delimitazioni temporali, ma dev'essere in possesso di almeno un bilancio certificato, quindi non si applica a società nuove
Delimitazioni dimensionali	Meno di 5 milioni di fatturato annuo	Pmi ai sensi della raccomandazione 2003/361/CE (meno di 250 dipendenti e fatturato annuo inferiore a 50 milioni/attivo dello stato patrimoniale inferiore a 43 milioni)

STARTUP e PMI innovative a confronto.

Requisiti	STARTUP INNOVATIVE (art. 25, commi 2 e 3, DL 179/2012)	PMI INNOVATIVE (art. 4, comma 1, DL 3/2015)
Divieto di distribuzione degli utili	Sì	No
Delimitazioni nell'oggetto sociale	Deve afferire alla produzione, sviluppo e commercializzazione di beni o servizi innovativi ad alto valore tecnologico	No
Criteria opzionali per rilevare il carattere di innovazione tecnologica	<p>Almeno 1 su 3 di:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 15% del maggiore tra costi e valore totale della produzione riguarda attività di ricerca e sviluppo ● Team formato per 2/3 da personale in possesso di laurea magistrale; oppure per 1/3 da dottorandi, dottori di ricerca o laureati con 3 anni di esperienza in attività di ricerca certificata ● Depositaria o licenziataria di privativa industriale, oppure titolare di software registrato 	<p>Almeno 2 su 3 di:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 3% del maggiore tra costi e valore totale della produzione riguarda attività di ricerca e sviluppo ● Team formato per 1/3 da personale in possesso di laurea magistrale; oppure per 1/5 da dottorandi, dottori di ricerca o laureati con 3 anni di esperienza in attività di ricerca certificata ● Depositaria o licenziataria di privativa industriale, oppure titolare di software registrato

STARTUP e PMI innovative: agevolazioni fiscali per gli investitori

Soggetti	2017	
	Detrazioni/Deduzioni	Tetto massimo dell'investimento
Persone fisiche (detrazione dall'imposta IRPEF)	30% Investimenti in start up e PMI innovative	1.000.000 euro annui
Persone giuridiche (Deduzioni dal reddito imponibile IRES)	30% Investimenti in start up e PMI innovative	1.800.000 euro annui

- ✓ Se la detrazione spettante non trova capienza nell'imposta dovuta, l'eccedenza non utilizzata può essere riportata ai **tre periodi di imposta successivi**
- ✓ Se la deduzione spettante non trova capienza nell'imposta dovuta (oppure l'anno d'imposta chiude in perdita), l'eccedenza non utilizzata può essere riportata ai **tre periodi di imposta successivi**.