



Spettabile

Consob - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

Divisione Strategie Regolamentari

Via G.B. Martini, n. 3

00198 Roma

Milano, 08 luglio 2015

Oggetto: *Revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line.*

RISPOSTA

ALLA CONSULTAZIONE PRELIMINARE

DEL 19 GIUGNO 2015

PREMESSA

Il presente documento costituisce la risposta unitaria dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano alla consultazione preliminare promossa da Consob in data 19 giugno 2015 e avente a oggetto la Revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on-line*.

Si rileva che l'Italia è stata il primo Paese ad avere introdotto una normativa specifica per la disciplina dello strumento dell'*Equity Crowdfunding*. Tale circostanza ha portato alla definizione di regole di funzionamento inevitabilmente basate su previsioni e non su dati consuntivi.

Si ritiene che l'analisi elaborata dalla Consob riguardo ai dati comunicati dai gestori dei portali al 31 marzo 2015 allegata al Documento di Consultazione fornisca alcuni elementi utili per effettuare una prima valutazione della *performance* del suddetto strumento di raccolta del capitale di rischio e della relativa regolamentazione.

La revisione del Regolamento n. 18592 può pertanto costituire la giusta occasione per apportare elementi di miglioramento alla normativa in vigore, anche al fine di tenere conto dell'esperienza sin qui maturata. Attraverso il presente documento, l'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano intende apportare il proprio contributo al processo di revisione in corso.

RISPOSTA ALLA CONSULTAZIONE

1. Ritenete che il Regolamento abbia favorito la creazione di un “ambiente” affidabile per l’operatività dei gestori dei portali on-line?

SI

2. Rispetto a questa finalità:

a. Il “Registro dei Portali” costituisce un efficace strumento di pubblicità e certezza del diritto?

SI

b. I “Requisiti” di onorabilità e professionalità dei soci ed esponenti aziendali costituiscono strumenti proporzionati?

SI

c. I “Requisiti organizzativi” costituiscono strumenti proporzionati?

SI

d. Ritenete che l’introduzione di nuovi soggetti i cui strumenti finanziari possono essere oggetto di offerta richiedano regole di condotta specifiche rispetto a quelle attuali?

NO

e. Ritenete opportuna la previsione di disposizioni di dettaglio per la prevenzione delle frodi?

NO

f. Gli obblighi relativi alla gestione degli ordini di adesione degli investitori costituiscono presidi proporzionati?

NO. Si rimanda alle considerazioni effettuate con riferimento al quesito n. 5 del presente documento.

g. Gli obblighi informativi relativi alle “Comunicazioni alla Consob” determinano oneri amministrativi proporzionati?

SI

3. Ritenete che il Regolamento abbia determinato una dotazione di strumenti di valutazione del profilo rischio/rendimento e dell’investimento nel suo complesso, idonea a mettere gli investitori diversi dai clienti professionali nelle condizioni di operare scelte consapevoli?

SI, tuttavia l’attuale regolamentazione potrebbe essere oggetto di semplificazione. Si rileva che l’investitore è in grado di effettuare scelte consapevoli all’esito del percorso di *investor education* senza dover rispondere al questionario previsto dal Regolamento - art. 15, co 2, lett. b)-, che di fatto costituisce soltanto un passaggio burocratico che non aggiunge valore alla formazione dell’investitore. Inoltre, va evidenziato che gli investitori soggetti a obbligo di profilazione in relazione alla dimensione dell’investimento si trovano a dover rilasciare

dichiarazioni, che poi dovranno rinnovare in fase di definizione del profilo di rischio con l'intermediario finanziario.

4. Rispetto a questa finalità:

a. Il livello di profondità e standardizzazione delle informazioni sul portale sull'investimento in start-up innovative è adeguato?

SI

b. Il livello di profondità e standardizzazione delle informazioni sulle start-up innovative e sulle singole offerte è adeguato?

SI. Tuttavia si ritiene utile che l'impresa, oltre a fornire informazioni dettagliate sulla destinazione del capitale richiesto, debba obbligatoriamente predisporre un business plan soggetto alla validazione da parte di un commercialista regolarmente iscritto all'Albo.

Si tratterebbe di un controllo affidato volto a verificare le assumption adottate dal management per la redazione del piano prospettico e relativo:

- **all'attendibilità e alla coerenza dei dati contabili utilizzati dagli amministratori;**
- **al grado di attendibilità delle ipotesi alla base dello sviluppo del budget;**
- **alla corretta e prudente applicazione dei metodi adottati dalla prassi aziendale per la previsione dei flussi di cassa attesi.**

inoltre, a parere di chi scrive, l'impresa che ricorre all'Equity Crowdfunding dovrebbe periodicamente informare i propri investitori in merito al grado di raggiungimento degli obiettivi contenuti nel business plan. A tal fine si ritiene opportuno che la start up si doti obbligatoriamente di un organo di controllo di gestione, nella forma di organo monocratico ovvero collegiale. Tale previsione costituirebbe un'opportuna garanzia degli investitori non professionali. La questione è sostanziale: chi intende beneficiare di una limitata responsabilità deve sottoporsi al controllo di un organo indipendente, sia sugli atti di gestione compiuti, sia per ciò che concerne i conti annuali, soprattutto e a maggior ragione quando si intende raccogliere il capitale da una platea di piccoli risparmiatori.

c. Il "percorso consapevole" disegnato dall'art. 15 del Regolamento costituisce un utile strumento a disposizione dell'investitore o la sua concreta attuazione rappresenta una formalità amministrativa?

Il "percorso consapevole" assume la veste di mera formalità amministrativa nel momento in cui si impone all'investitore un questionario di verifica. Il profilo dell'investitore che si è delineato nell'esperienza sinora maturata (investimento medio pari a circa 10 mila Euro, dato che registra un *trend* in crescita) dimostra che lo stesso è un operatore sofisticato e, conseguentemente, conosce tutti o la maggior parte degli argomenti indicati dall'art. 15 del Regolamento. Al fine di tenere conto di tale circostanza sarebbe opportuno mantenere la



previsione dei contenuti indicati al primo comma dell'art. 15, eliminando però quanto previsto al secondo comma o consentendo una dichiarazione unica di comprensione delle caratteristiche essenziali e dei rischi principali connessi all'investimento e di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento che si intende effettuare.

d. Avete riscontrato difficoltà nell'acquisire informazioni sulle start-up innovative in seguito alla chiusura delle offerte?

NO

5. Vi sono ulteriori sintetiche osservazioni, supportate da evidenze concrete, in merito alle tematiche connesse all'applicazione della regolamentazione in esame, in particolare con riferimento al raggiungimento degli obiettivi normativi e alla proporzionalità dei relativi oneri?

SI. Si sottopongono alla Consob le seguenti tre proposte relative: i) alla *compliance* alla disciplina MiFID, ii) al ruolo e alla definizione degli investitori professionali e iii) alla forma dei contratti di investimento.

1. COMPLIANCE ALLA DISCIPLINA MiFID

L'attuale Regolamento prevede che, superata la soglia di rilevanza, il Gestore Autorizzato del portale debba trasmettere un ordine a una banca o a un'impresa di investimento (art. 17, co 2); queste ultime procedono alla valutazione di adeguatezza e appropriatezza dell'investimento secondo la disciplina MiFID (art. 17, co 3).

La richiesta di verifica da parte di un soggetto terzo delle informazioni e dell'esperienza di cui il potenziale investitore dispone in relazione allo specifico investimento risulta laboriosa e ridondante rispetto agli obblighi già previsti dal Regolamento in capo ai Gestori dei portali (art. 15).

Al fine di risolvere la problematica sopra evidenziata, si rileva l'opportunità di consentire ai Gestori Autorizzati di eseguire la verifica di appropriatezza, svincolandoli dagli obblighi di collaborazione con soggetti terzi. Eventuali rischi potenzialmente identificabili in relazione alla soluzione proposta potrebbero essere mitigati prevedendo un requisito di capitalizzazione per le società che gestiscono i portali. In ogni caso resterebbe fermo l'obbligo di non detenere valori o strumenti finanziari di terzi e, quindi, la richiesta di accensione di un conto indisponibile per la raccolta presso una banca o un'impresa di investimento.

Tenuto conto dell'importo medio sinora sottoscritto dagli investitori (pari a circa 10 mila Euro) e che gli investimenti al di sotto della soglia di rilevanza MiFID attualmente prevista dal Regolamento (500 Euro), hanno rappresentato circa il 4% del capitale complessivamente sottoscritto attraverso lo strumento dell'Equity Crowdfunding, potrebbe essere utile rivedere i meccanismi di esenzione, prevedendo ad esempio:

- *un valore soglia di 10.000 Euro calcolato sul singolo investimento;*
- *l'eliminazione del limite annuo di investimento come parametro rilevante per l'applicazione degli obblighi imposti dalla MiFID;*
- *l'eliminazione della previsione di soglie differenziate per persone fisiche e giuridiche, alla luce del suggerito incremento della soglia di rilevanza MiFID.*

L'identificazione dell'importo di 10.000 Euro tiene conto sia della somma a oggi mediamente investita sulle piattaforme italiane, sia dei limiti usualmente previsti dalle piattaforme internazionali alle quali anche gli investitori italiani possono avere accesso.

2. RUOLO E DEFINIZIONE DEGLI INVESTITORI PROFESSIONALI

La previsione della presenza di un investitore professionale per il successo delle offerte risiede nella volontà di garantire l'investitore retail attraverso la valutazione di un operatore esperto, maggiormente in grado di analizzare rischi e opportunità della proposta di investimento.

Pur essendo al cospetto di una finalità meritevole, se ci si sofferma sulla sostanziale difformità di interessi e di modus operandi di soggetti professionali e privati, si possono ragionevolmente sollevare alcuni dubbi sull'efficacia della previsione testé richiamata. In particolare, l'emulazione del comportamento di un investitore professionale da parte di un investitore retail non tiene conto della logica di portafoglio e di conseguente diversificazione degli investimenti a cui il primo operatore tipicamente ricorre e, pertanto, potrebbe rivelarsi significativamente rischiosa per l'investitore privato. L'investitore professionale, infatti, potrebbe ritenere adeguato un livello di rischiosità sopra la media con riferimento al singolo investimento, poiché tale posizione risulta mitigata nell'ambito della suddetta logica di portafoglio. Inoltre, subordinare il buon esito di un'operazione all'intervento di un investitore professionale espone al rischio che lo stesso si trovi in una posizione di indebito vantaggio e che sia in grado di influenzare i rapporti di forza tra gli azionisti.

Riguardo agli investitori professionali la Consob, facendo leva sui poteri conferiteli dalla normativa primaria, potrebbe intervenire sul regolamento vigente nelle seguenti due direzioni:

- *ampliando la sfera delle "particolari categorie di investitori" che possono rientrare nell'aliquota del capitale offerto in sottoscrizione riservata agli investitori professionali;*
- *abbassando l'aliquota del capitale offerto in sottoscrizione attualmente prevista (5%) al valore del 2%.*

Con riferimento all'ampliamento del novero degli investitori professionali, è necessario rilevare che l'attuale previsione regolamentare risulta piuttosto restrittiva (Allegato III, punto I del Regolamento Consob n. 16190, "Clienti professionali di diritto"). L'attuale previsione ad esempio esclude i c.d. business angel, che tipicamente operano attraverso investimenti in progetti a forte contenuto innovativo, nonché le holding di partecipazione attive nel campo dell'innovazione tecnologica che difficilmente rientrano nei parametri dimensionali delle "grandi imprese". A tali soggetti dovrebbe essere estesa la legittimazione a: i) effettuare investimenti senza le formalità richieste dalla procedura MiFID, ii) integrare l'aliquota pari al 5% del capitale offerto in sottoscrizione agli investitori professionali.

L'estensione della definizione di investitori professionali a quelli indicati al punto II dell'Allegato III al Regolamento Consob n. 16190, vale a dire ai "Clienti professionali su richiesta", consentirebbe di ricomprendere in tale categoria numerosi investitori che si sono dimostrati attivi sul mercato italiano dell'Equity Crowdfunding. In questo modo, facendo riferimento a un criterio normativo esistente, il Gestore del portale sarebbe incaricato di valutare il possesso da parte dell'investitore dei requisiti previsti. In aggiunta agli stessi, per il riconoscimento dell'appartenenza alla categoria dei business angel, è possibile prevedere la richiesta dell'autocertificazione di almeno uno dei seguenti parametri:

- *iscrizione a un'associazione di categoria di business angel;*
- *esperienza dimostrata da almeno tre investimenti in aziende innovative;*
- *possesso diretto o indiretto di un portafoglio di partecipazioni superiore a 100.000 Euro di valore stimato.*



La prospettata estensione della categoria degli investitori professionali consentirebbe di: i) facilitare e velocizzare le operazioni di investimento, eseguibili interamente on-line senza l'intervento da parte di banche o di imprese di investimento, ii) coprire più agevolmente l'aliquota del capitale offerto in sottoscrizione riservata agli investitori professionali.

3. FORMA DEI CONTRATTI DI INVESTIMENTO

L'attuale disciplina prevede, a pena di nullità, la forma scritta per il contratto di investimento. Tale circostanza implica che le banche e le imprese di investimento che operano a supporto dei gestori dei portali siano costrette a portare l'investitore "off-line", in palese contraddizione con gli stessi fondamenti ontologici dell'Equity Crowdfunding. La citata previsione è altresì difforme da quanto disciplinato con riferimento alla normativa MiFID (art. 39, paragrafo 1, della Direttiva 2006/73, c.d. MiFID che prevede il formato cartaceo o altro supporto durevole).

Inoltre la normativa vigente riconosce a Consob la possibilità, sentita la Banca d'Italia, di derogare al requisito della forma scritta per motivate ragioni, ovvero in relazione alle operazioni effettuate da investitori professionali (art. 23 del TUF). Pertanto, la Consob, utilizzando la deroga prevista dal TUF e sentita la Banca d'Italia, potrebbe sancire la validità del contratto di investimento non stipulato in forma scritta in tutti i casi in cui l'investimento abbia a oggetto strumenti finanziari sottoscritti on-line nelle forme dell'Equity Crowdfunding.

* * *

Si rimane a disposizione di codesta Spettabile Commissione per qualsiasi chiarimento o approfondimento.

Distinti Saluti

Dott. Alessandro Solidoro
Presidente ODCEC Milano