

CDN/PS/BEN/AD

Spett. le CONSOB
Divisione Strategie regolamentari
(invio tramite SIPE-
Sistema Integrato
per l'esterno)

Oggetto: Documento di consultazione preliminare Consob sulla 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*

Con l'approvazione dell'*Investment Compact* (Decreto Legislativo 24 Gennaio 2015, n. 3 convertito con la Legge 24 Marzo 2015, n. 33) si è estesa alle PMI innovative la possibilità di effettuare offerte di capitale di rischio tramite portali *on-line*.

Tale modifica legislativa è da considerarsi assolutamente positiva. Le PMI, infatti, sono sempre state dipendenti soprattutto dal finanziamento delle banche e spesso hanno difficoltà a entrare in contatto con una base più ampia di investitori non bancari che possano soddisfare le loro esigenze di finanziamento. Nel documento finale sulla *Capital Markets Union* (CMU) della Commissione Europea del 18 Febbraio 2015 si sottolinea come sia di primaria importanza migliorare l'accesso ai finanziamenti, anche al capitale di rischio, per le imprese comunitarie; in particolare canali di finanziamento alternativi a quello bancario sono da incentivare, soprattutto per le *start-up* e le imprese di piccole dimensioni, ma in rapida crescita ed in settori innovativi.

L'*equity crowdfunding* rappresenta senza dubbio uno strumento utile nell'ottica di reperire forme complementari di finanziamento al canale bancario; esso consente di mobilitare, per singoli progetti, le risorse finanziarie di grandi masse, richiedendo a ciascun investitore versamenti anche molto contenuti. Le potenzialità di questo strumento innovativo sono quindi enormi, come anche evidenziato dal Rapporto di Assonime "*Il finanziamento a medio e lungo termine delle imprese in Italia*" presentato in occasione dell'Assemblea Biennale del 2015¹ e dalla risposta di Assonime alla Consultazione sulla *Capital Markets Union*².

¹ <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletDocAllegati?idSelectedDocument=259602&idSelectedDocumentType=374&idSelectedAttach=259603&reserved=false>

² <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/servletDocAllegati?idSelectedDocument=258898&idSelectedDocumentType=375&idSelectedAttach=258978&reserved=false>

I numeri (15 piattaforme autorizzate dalla Consob, di cui solo 6 operative, e solo 4 offerte concluse con il buon esito dell'operazione) e le caratteristiche degli investitori (pochi investitori privati, cd. *club deal*) testimoniano però ad oggi le difficoltà che l'*equity crowdfunding* ha avuto a decollare in Italia. Questo apparente insuccesso, che la Consob stessa sottolinea nel testo della consultazione, è in primo luogo legato al fatto che già la normativa primaria limita l'applicazione dell'*equity crowdfunding* alle sole *start-up* e PMI innovative, di fatto restringendo il potenziale bacino di utenza dei soggetti che possono accedere alla raccolta di capitali. Tra le altre cause di insuccesso vi sono anche probabilmente la scarsa conoscenza delle caratteristiche dello strumento, dato fisiologico nel periodo di avvio di un nuovo meccanismo, nonché le stringenti modalità con cui si è disciplinato il fenomeno a livello di normativa secondaria; essa, infatti appare idonea alla creazione di un presidio adeguato per gli investitori, comportando tuttavia delle rigidità per l'operatività dei gestori dei portali.

Per dare attuazione alle previsioni contenute nel Decreto sarà necessario procedere con la revisione del Regolamento Consob n. 18592/2013 (di seguito "Regolamento"), come rappresentato dalla Consob nel documento in consultazione; la Consob, con il documento in oggetto, dopo aver fornito alcuni dati sull'operatività svolta tramite i portali *on-line* ed aver esplicitato che intende procedere nel prossimo futuro estendendo le previsioni attuali ai nuovi soggetti autorizzati, formula alcune domande preliminari volte a verificare se sia comunque opportuno ed in che modo procedere con la revisione del Regolamento citato, nella parte sui requisiti organizzativi, requisiti di onorabilità e professionalità dei gestori dei portali e soci e in tema di prevenzione delle frodi.

Benché apprezziamo il documento di consultazione e lo sforzo profuso dalla Consob in relazione all'analisi dell'operatività e al *monitoring* che vengono effettuati sull'attività dei gestori, riteniamo tuttavia che al momento non sia opportuno, ed anzi controproducente, irrigidire ulteriormente la normativa esistente, in particolare con riferimento ai requisiti a carico dei soggetti gestori dei portali. Il rischio è infatti quello di limitare ulteriormente il dinamismo dei gestori nell'esposizione di offerte al pubblico, determinando un'ulteriore contrazione delle offerte.

A sostegno del fatto che l'attuale regolamentazione rappresenti in ogni caso uno strumento idoneo per la tutela degli investitori, senza che vi sia la necessità di inasprire ulteriormente gli oneri per i gestori, vi è la constatazione che non si sono verificati in questo primo periodo di operatività dell'*equity crowdfunding* reclami o sanzioni di alcun tipo in riferimento all'operatività dei gestori autorizzati da Consob, come dalla stessa evidenziato.

In allegato sono fornite le risposte ai singoli quesiti della consultazione.

Roma, 10 luglio 2015

Allegato

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

Riteniamo che il Regolamento abbia creato un “ambiente” affidabile per l’operatività dei gestori dei portali di *equity crowdfunding* alla luce dei requisiti e delle modalità operative ad essi richiesti per tutelare in particolar modo l’investitore *retail*.

A fronte del breve periodo di operatività del sistema di *equity crowdfunding* nel mercato italiano, riteniamo sufficiente il livello di tutela ed affidabilità garantito agli investitori, senza necessità, allo stato attuale, di prevedere requisiti più stringenti per i gestori dei portali, riservando eventualmente la possibilità di svolgere ulteriori approfondimenti in merito ad uno stadio successivo e di maggiore diffusione del sistema.

A seguito dell’estensione della normativa alle PMI innovative, l’universo dei soggetti che possono potenzialmente accedere a tale sistema di raccolta di capitale risulta ampliato ed in relazione a ciò si rende necessario un orizzonte temporale di valutazione più esteso.

2. Rispetto a questa finalità:

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

Sì, dato il livello di chiarezza e di dettaglio delle informazioni fornite.

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

I requisiti in materia di professionalità previsti dalla normativa vigente risultano idonei e non ci sembra necessario renderli più rigorosi per gli esponenti aziendali.

Appare condivisibile l’estensione dei requisiti di onorabilità ai soggetti che detengono partecipazioni qualificate non di controllo nelle società di gestione dei portali, in analogia a quanto previsto per la disciplina bancaria e sui servizi di investimento.

c. I “Requisiti organizzativi” costituiscono strumenti proporzionati?

I requisiti organizzativi, in parte assimilabili a quelli previsti dalla normativa vigente per gli intermediari autorizzati³, risultano più che proporzionati alla necessità di tutela degli investitori *retail*.

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?

Riteniamo che allo stato attuale l’introduzione di nuovi soggetti i cui strumenti finanziari possono essere oggetto di offerta non richieda l’introduzione di regole di condotta specifiche e di conseguenza non appare necessaria una diversificazione della disciplina esistente, che potrebbe portare come risultato l’accrescimento della complessità ed onerosità di un sistema normativo già sufficientemente strutturato e dettagliato. Concordiamo pertanto con quanto proposto dalla Consob in ordine all’estensione delle norme ora previste per le *start-up* innovative.

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

³ Si pensi alla relazione annuale sull’attività svolta richiesta dall’art. 21, comma 3 del Regolamento.

La preoccupazione di Consob di fornire la più ampia tutela agli investitori prevenendo possibili frodi, anche nella fase successiva alla conclusione dell'offerta, è condivisibile. Il Regolamento individua diversi presidi a tutela degli investitori, relativamente a una serie di doveri informativi, quali l'impossibilità per il gestore del sito di detenere le somme di pertinenza dei clienti e l'impossibilità di procedere direttamente al perfezionamento dell'operazione. Quindi al momento non appare semplice fornire ulteriori indicazioni di dettaglio per la prevenzione delle frodi che ad oggi non si sono verificate. Dall'altro lato è apprezzabile l'attento e continuo *monitoring* che sta esercitando la Consob su soggetti che si presentano abusivamente come gestori di portali di *crowdfunding*⁴.

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

Sì, i meccanismi previsti per la gestione degli ordini costituiscono presidi proporzionati ed idonei a garantire la migliore tutela degli investitori.

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

Gli oneri amministrativi derivanti dagli obblighi informativi risultano al momento proporzionati alle esigenze di tutela e presidio del sistema, auspicandone però contemporaneamente una riduzione prospettica in funzione di una futura maggiore diffusione di tale strumento di raccolta di capitale⁵.

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?

Le informazioni che i gestori dei portali sono tenuti a comunicare nel rispetto degli obblighi di legge permettono agli investitori diversi dai clienti professionali di acquisire un idoneo livello di consapevolezza sui rischi dell'investimento che si apprestano a sottoscrivere.

4. Rispetto a questa finalità:

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

Sì.

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

Ci sembra che vi sia una profondità sufficientemente adeguata delle informazioni fornite sui portali, seppure in assenza di standardizzazione tra le modalità di esposizione delle informazioni tra i diversi portali attivi ad

⁴ Cfr. Relazione per l'anno 2014 della Consob, p. 35.

⁵ Cfr. nota 3 in ordine alla previsione di predisposizione della relazione annuale sull'attività svolta; tale adempimento, mutuato dalla disciplina degli intermediari, appare abbastanza oneroso e potrebbe disincentivare lo sviluppo dell'attività di gestione dei portali da parte di soggetti diversi da banche e imprese di investimento.

oggi. Una maggiore standardizzazione potrebbe essere auspicabile anche nell'ottica di una futura convergenza della disciplina europea del fenomeno, purché adeguatamente bilanciata con le esigenze di flessibilità dei gestori, senza dunque appesantire eccessivamente la vigente disciplina a cui essi sono soggetti.

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” previsto dall’art. 15 costituisce a nostro avviso un utile strumento per assicurare un’adeguata informazione e consapevolezza dell’investitore non professionale, evidenziando e portando così a corretta conoscenza i rischi tipici caratterizzanti la tipologia di investimento proposta.

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

No. Le informazioni che appaiono sui portali a conclusione dell’offerta sono inoltre abbastanza omogenee (numero delle adesioni, capitale sottoscritto, tipo di investitori etc).

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?

La vigente disciplina risulta adeguata alla tipologia di strumento di investimento recentemente introdotto nel nostro ordinamento in quanto sufficientemente dettagliata. Gli oneri derivanti in capo ai gestori risultano più che proporzionati ad una necessità di tutela ed informazione degli investitori, con particolare attenzione a quelli non professionali.

Per i motivi sopra esposti e considerando anche il breve periodo di operatività della disciplina in Italia e la conseguente scarsa diffusione, ad oggi, del fenomeno, non riteniamo opportuno, ma anzi controproducente, irrigidire ulteriormente la normativa vigente per non creare in questa prima fase di sviluppo potenziali ulteriori ostacoli all’affermazione dell’*equity crowdfunding* nel nostro ordinamento.

Come evidenziato anche nel Rapporto di Assonime citato, l’*equity crowdfunding* potrebbe costituire un potenziale non trascurabile di finanziamento per le piccole e medie realtà fortemente innovative ed dunque una sua eccessiva normazione non sarebbe funzionale ad un efficace crescita e sfruttamento di tale possibilità.

Vi è inoltre il rischio che un ulteriore irrigidimento della disciplina nazionale possa compromettere una futura armonizzazione⁶ normativa del fenomeno a livello europeo. Risultato, questo, auspicato, da ultimo, dal libro verde in materia di *Capital Markets Union*.

⁶ Come si apprende dalla Relazione per l’anno 2014 al mercato, la Consob, a livello IOSCO, sta mappando i vari approcci regolamentari.