

Alla cortese attenzione:
Divisione Strategie Regolamentari della CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA
Via G.B. Martini 3
00198 – Roma



Associazione Italia Startup

Presidente
Marco Bicocchi Pichi

Sede Legale
Via Giovanni Durando 38/A
20158 Milano – Italia

Sede Operativa
Via Copernico 38
20124 Milano – Italia
T (+39) 02/ 92852137

Segreteria
segreteria@italiastartup.it

Ufficio Stampa
press@italiastartup.it

Osservazioni sul Documento di Consultazione pubblicato dalla Consob il 19 giugno 2015 in vista della revisione del “Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *Start-Up* Innovative tramite portali *On-Line*” (Delibera Consob 26 Giugno 2013, N. 18592)

Milano, 10 luglio 2015

1. Premessa

In data 19 giugno, Consob ha avviato una consultazione pubblica preliminare, della durata di tre settimane, per acquisire evidenze ed osservazioni da valutare in vista della rimodulazione dei contenuti del regolamento in oggetto¹.

Prima di rispondere al questionario di cui al predetto documento di consultazione, è opportuno in breve richiamare i passaggi fondamentali del documento di consultazione, che si lasciano sintetizzare in tre parole chiave: “necessità”, “opportunità” e “possibilità”.

Consob infatti segnala:

a) la *necessità* di apportare le modifiche imposte dalla entrata in vigore del cd. Decreto Investment Compact²⁻³.

¹ Nel prosieguo, per comodità, “Documento di consultazione”.

² Decreto legge 24 gennaio 2015, n. 3 recante: «Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti» e convertito in Legge 24 marzo 2015, n. 33.

b) la *opportunità* di specificare alcune previsioni al fine di garantire, da un lato, che i dirigenti delle società di gestione del portale abbiano in concreto le competenze necessarie a garantire il corretto funzionamento del sistema e, dall'altro lato, a garantire che (anche) la partecipazione "qualificata" al capitale di tali società sia subordinata al possesso di dati requisiti di onorabilità⁴.

c) la *possibilità* di avviare, più in generale, un confronto ed un approfondimento sui contenuti della disciplina vigente nel suo complesso (ie, in relazione ad aspetti non immediatamente interessati dalle modifiche rese necessarie dall'intervento del legislatore)⁵.

Il Documento si lascia apprezzare per due ragioni.

(a) Innanzitutto, perché ufficializza il dato di cui tutti gli operatori del settore erano a conoscenza: «le evidenze del primo anno di operatività, anche raffrontate con l'operatività del crowdfunding in paesi stranieri ed in particolare nel mondo anglosassone, consentono di affermare che il fenomeno in Italia non è ancora decollato»⁶.

Poco consola rilevare che «[d]all'analisi delle relazioni annuali si rivela ... l'assenza di reclami effettuati nei confronti dei portali che, unitamente all'assenza di esposti pervenuti alla Consob, rappresenta un primo confortante segnale sulle modalità di svolgimento delle attività poste in essere dai gestori nei confronti di risparmiatori e start-up». Una tale constatazione, pur veritiera, non può di per sé stessa fungere da indice della efficacia della regolamentazione. Infatti, – come del resto anche Consob riconosce⁷ – è comunque possibile che i portali abbiano ricevuto dei reclami, tuttavia gestiti internamente in ragione di legittime

³ Documento di consultazione, p. 3, cpv. 4 («[d]i conseguenza, dovranno essere introdotte nella regolamentazione secondaria specifiche previsioni relative ai nuovi soggetti. In proposito, la Consob ritiene che le disposizioni concernenti le regole di condotta attualmente previste possano essere estese senza particolari modifiche sostanziali, anche alle offerte di strumenti rappresentativi del capitale di PMI innovative. Le medesime regole saranno opportunamente adattate anche con riferimento alle offerte di quote e strumenti finanziari di OICR e di società che investono prevalentemente in start-up e PMI innovative»).

⁴ Documento di consultazione, pp. 3-4, cpv. 7 («dall'esperienza maturata in questa prima fase di applicazione della normativa di settore è emersa la necessità di specificare alcune previsioni del Regolamento Consob». Ciò varrebbe, in special modo, sia per i requisiti di professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione in ruoli esecutivi, di direzione e di controllo nelle società di gestione del portale (con riferimento ai quali «è sorta l'esigenza di prevedere requisiti di professionalità più rigorosi al fine di assicurare che [tali soggetti] abbiano in concreto maturato l'esperienza e le competenze necessarie per garantire il corretto ed adeguato funzionamento del sistema»; sia per i requisiti di onorabilità dei soci delle società di gestione del portale, che si propone di estendere anche a coloro i quali detengano una partecipazione qualificata «al fine di assicurare adeguati presidi anche nelle società in cui non esistono situazioni di controllo, nemmeno di fatto»).

⁵ Documento di consultazione, p. 2, cpv. 3 («[l]a necessità di introdurre talune modifiche al regolamento costituisce ... l'occasione, da un lato, per avviare un confronto ed un approfondimento sulle ... novità normative introdotte recentemente dal legislatore primario, nonché, dall'altro lato, per condurre più in generale una più ampia riflessione sull'impianto regolamentare a circa 2 anni dalla sua entrata in vigore, raccogliendo a tal fine anche le considerazioni da parte degli operatori del settore»).

⁶ Documento di consultazione, p. 2, cpv. 4.

⁷ Documento di consultazione, p. 7, in fine («[t]ali indicatori dovranno essere certamente valutati sulla base di dati più consistenti e confrontati con la analisi dei reclami pervenuti ai portali stessi»).

preoccupazioni reputazionali (concernenti la propria posizione e, indirettamente, l' "immagine" di questo segmento del mercato del capitale di rischio).

(b) In secondo luogo, il Documento conferma l' apprezzabile atteggiamento di apertura che Consob aveva già manifestato in occasione della prima consultazione in argomento.

Consob, pertanto, chiede «ai soggetti interessati, anche sulla base delle informazioni contenute nella sezione "Analisi dei dati comunicati dai gestori di portali al 31 marzo 2015"», di aiutare il regolatore a decifrare l' impatto della «concreta applicazione della regolamentazione» introdotta nel 2013.

Per parte sua, Italia Startup intende contribuire fattivamente. A tal fine sottopone all' attenzione di Consob le risposte a fronte delle domande di cui al Documento.

Questionario

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

Il bilanciamento tra le contrapposte esigenze di agevolare la raccolta di capitale di rischio da parte delle startup (prima) e, più in generale, delle piccole e medie imprese innovative (poi) risente a nostro parere di una misura di preoccupazione per la tutela dell' investitore che non trova pari riscontro in altri mercati Europei che pure sono accessibili anche ad investitori Italiani.

La sfida consiste non solo nel creare un ambiente affidabile per la operatività dei gestori dei portali al fine di poter procedere nella costruzione di un mercato in cui la fiducia dei risparmiatori sia almeno pari a quella risposta nella Borsa e negli Istituti Bancari, ma anche nel predisporre le precondizioni perché *capital-seekers* e *capital-providers* possano incontrarsi in modo efficace ed efficiente: se la preservazione della "affidabilità" dell' ambiente assurge ad obiettivo finale (e dunque non strumentale), il risultato sarà quello di introdurre tanti e tali di quei presidi da renderlo inaccessibile, con la conseguenza che il mercato destinato a svilupparsi in quell' ambiente sarà dall' inizio destinato a incontrare difficoltà a crescere.

La positività del giudizio circa la affidabilità dell' ambiente è pertanto da "controbilanciare" con il giudizio complessivamente più negativo circa la accessibilità dello stesso.

2. Rispetto a questa finalità:

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

Si, in quanto idoneo a rendere agevolmente e prontamente consultabili i dati relativi alla identità delle società di gestione dei portali (o degli intermediari che prestano anche tale servizio).

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

Si. Riteniamo tuttavia che dovrebbero essere distinti i requisiti di professionalità richiesti in capo ad Amministratori ed Alta Dirigenza rispetto a quelli richiesti all'Organo di Controllo svolgendo gli stessi ruoli e compiti diversi.

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?

Si. Vi sono alcune disposizioni che chiaramente sono state concepite al fine di rendere gli investitori edotti circa le peculiarità dell'investimento in startup. Occorre pertanto riflettere sulla opportunità di applicare tale disciplina anche ove oggetto di offerta al pubblico siano strumenti finanziari emessi da imprese che si trovino una più evoluta fase di sviluppo.

L'introduzione della categoria delle PMI innovative e degli OICR (vedi domanda 2 lettera d) rende però evidente la necessità di una regolamentazione diversificata laddove non si comprenderebbe una omogeneità di regole per la raccolta di capitali da parte di una startup appena nata e senza storia e solitamente con pochi o nessun ricavo ed utile rispetto ad una PMI con alcuni anni di storia, bilanci certificati ed in utile.

Occorre anche modulare le regole di condotta in considerazione del fatto che oggetto di offerta al pubblico tramite il portale possono ora essere anche quote di OICR. Ogni adattamento della disciplina vigente dovrebbe in tal caso ovviamente tenere conto anche dei contenuti delle discipline relativi in tal caso applicabili.

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

La disciplina, disponendo che le somme destinate al finanziamento di un dato progetto siano accreditate presso un soggetto terzo, appare idonea a prevenire il tipo di frode più probabile.

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

La disciplina di cui all'art. 17 del regolamento potrebbe essere semplificata. Ciò vale, ad esempio, per quanto concerne i requisiti di "rapidità" imposti al gestore, che (stante la assenza di preoccupazioni circa i processi di formazione del prezzo, tipici dei mercati secondari) non rispondono ad una precisa logica economico-funzionale.

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. Sarebbe tuttavia opportuno valutare la possibilità di meglio raccordare i contenuti dell'informativa generale resa ai sensi dell'art. 15 (Informazioni relative all'investimento in start-up innovative) e quella resa a mezzo del documento conforme all'Allegato 3.

4. Rispetto a questa finalità:

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

Benché il livello di dettaglio delle informazioni fornite sia valutabile positivamente, vi sono importanti margini per una semplificazione – che si ritiene perciò auspicabile.

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

Benché il livello di dettaglio delle informazioni fornite sia valutabile positivamente, vi sono importanti margini per una semplificazione – che si ritiene perciò auspicabile.

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 fine di garantire gli investitori diversi dai clienti professionali può dirsi raggiunto, ma a scapito della praticità del procedimento di investimento, che risulta evidentemente

macchinoso al punto di dissuadere dall'intraprenderlo quanti intendano partecipare alla campagna con una somma modesta. Se ne auspica la semplificazione.

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?

I deludenti numeri del mercato dell'*equity crowdfunding* domestico sono riconducibili a due fattori fondamentali.

Per un verso, il mercato – sia sul versante dei *capital-seekers*, sia sul versante dei *capital-providers* – pone problemi importanti. Pensare che un popolo di investitori storicamente poco propenso all'investimento in capitale di rischio e, inoltre, culturalmente poco propenso a finanziare progetti altamente innovativi possa improvvisamente destinare i propri risparmi ad ambiziosi progetti *high-tech* è oggi solo un auspicio che per realizzarsi richiede azioni attive che al momento non sono state messe in atto dal mercato se non in piccola parte. D'altra parte, occorrerebbe interrogarsi sulla qualità dei progetti proposti agli investitori come pure sulla correttezza dei processi di valutazione delle imprese che hanno finora cercato di raccogliere capitali online.

Per un altro verso, la regolamentazione – sul versante delle imprese, ma soprattutto per quanto attiene alla tutela degli investitori – presenta dei problemi. Pur essendo convincimento di Italia Startup che Consob abbia i mezzi per (contribuire a) rimediare (almeno in parte) alle sopracitate difficoltà ed inefficienze.

Si ritiene in particolare che le soglie d'investimento per singola transazione e per anno introdotte siano troppo limitate in quanto il processo previsto nel caso del "sotto soglia" è assai più semplice ed in linea con quanto avviene in altri mercati Europei che hanno visto un ben superiore sviluppo del mercato rispetto al processo richiesto all'investitore "sopra soglia". I casi di investimenti conclusi positivamente e le casistiche di ordine d'investimento sono ancora poche. Nondimeno, è già possibile sottolineare la tendenza ad avere una distribuzione con una "curva ad u" piuttosto che una distribuzione "lineare", essendovi un forte disincentivo per il risparmiatore ad operare al superamento della soglia d'investimento prevista per la procedura online "semplificata". In parole semplici la soglia degli € 500,00 (Cinquecento Euro) agisce in termini di "de-marketing" verso l'investimento di somme superiori e comunque inferiori a € 10.000,00 (soglia oltre la quale è marginalmente rilevante

doversi sottoporre ad una procedura più lunga e complessa). A tal proposito, riteniamo che il Regolamento possa prevedere un innalzamento delle soglie di investimento per persone fisiche, auspicabilmente fino a € 10.000,00 (Diecimila Euro) per singolo investimento, senza l'imposizione del limite annuo, ovvero con un limite annuo congruo con la soglia proposta. Analoghe modifiche dovrebbero riguardare il regime relativo alle soglie valevoli per gli investitori persone giuridiche. In verità, sarebbe addirittura necessario avviare una seria riflessione sulla stessa opportunità di prevedere qualsivoglia tipo di soglia.

Un problema di cui nella pratica si è avvertita la rilevanza è il modo in cui i portali possono prendere parte (a proprie spese) alla attività di educazione finanziaria dell'investitore. A tal proposito Italia Startup ritiene che sarebbe auspicabile una esplicita autorizzazione per i portali (se non in via regolamentare, quantomeno tramite una comunicazione di Consob) ad operare corsi di formazione aperti agli investitori in merito all'investimento in quote di società private senza che queste attività possano essere ricondotte ad attività di sollecitazione del pubblico risparmio e/o di consulenza finanziaria. In analogia con una serie di trasmissioni radiofoniche che rispondono a quesiti dei risparmiatori/ascoltatori commentando l'andamento di specifici titoli riterremmo utile e necessario poter alzare il livello medio di conoscenza e consapevolezza degli investitori per mezzo di strumenti di informazione e formazione tali da fornire una competenza e non soltanto un'informativa sui rischi.

Inoltre, riteniamo opportuno che gli investitori che regolarmente svolgono attività di investimento in capitale di rischio di imprese e che soddisfino determinati requisiti di professionalità ed esperienza (e.g., i c.d. *Business Angels Club*) possano esser soggetti al medesimo trattamento riservato agli investitori professionali sia in termini di esenzione dalla disciplina prevista per gli investimenti "sopra-soglia", sia per il calcolo della quota minima di sottoscrizione del 5% posta come condizione necessaria alla chiusura dell'offerta.

Infine, non può farsi a meno di sottolineare che, pur essendo senz'altro apprezzabile l'intervento del legislatore nell'inserire la categoria delle PMI innovative tra le società abilitate alla raccolta di capitali on-line, la scelta risulta – secondo Italia Startup – ancora troppo restrittiva. Ma si è consapevoli del fatto che su questo tema non è a Consob che ci si deve rivolgere.

* * *