

Milano, 08.07.2015

Spett.

CONSOB

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

Sede

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

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*?

L’ambiente creato dal Regolamento è certamente affidabile; il problema è che esso non è operativo in quanto alcuni processi sono troppo macchinosi e stringenti. Le modifiche che di seguito si propongono, comunque, non compromettono in alcun modo l’affidabilità creata dal Regolamento, che può ben contribuire alla competitività del mercato nazionale.

Ad esempio, in Inghilterra è possibile lanciare una campagna prima che la stessa società target sia costituita; il sistema Italiano dà sicuramente maggiori certezze, richiedendo che la società sia già costituita e che abbia anche già deliberato un aumento di capitale dettagliato. Tale maggior “affidabilità”, però, non si è tradotta in un mercato attivo a causa di notevoli complicazioni procedurali, estranee all’ordinamento inglese e alla maggior parte degli altri Paesi.

2. Rispetto a questa finalità:

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

Dal punto di vista della pubblicità, il “Registro dei Portali” soddisfa le esigenze primarie. Andrebbe integrato con recapiti e-mail e telefonici e link ai siti.

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

Sì.

Tuttavia considerando le società cooperative o quelle di grandi dimensioni, il requisito di onorabilità dei soci dovrebbe essere limitato ai soli soci di controllo.

c. I “Requisiti organizzativi” costituiscono strumenti proporzionati?

Sì.

Da questo punto di vista, i Gestori che hanno avviato la loro operatività hanno dimostrato di saper ben scegliere le offerte pubblicate, atteso che il tasso di successo finora conseguito è circa il quadruplo di quello americano, cioè del 41.2%, secondo i dati, riportati dall’Osservatorio del Politecnico di Milano al 6.7.2015 (<http://www.finanzaaziendale.polimi.it/equitycf/equitycf.html>).

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’ sufficiente estendere le regole già previste per le start-up, auspicabilmente migliorate all’esito della consultazione.

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

No, le frodi sono già adeguatamente disciplinate dalla normativa vigente e i rischi principali riguardano il successo imprenditoriale, non le derive illecite.

Inoltre, la re-introduzione del reato di falso in bilancio costituisce un adeguato presidio.

Il rapporto della Banca Mondiale del 2013 ha evidenziato (pag. 46) una sostanziale assenza di tentativi di frode su un mercato complessivo di circa 5 miliardi di dollari, inclusivo di modelli di crowdfunding molto più “leggeri” quali donation e reward, e quindi più permeabili. Peraltro, si tratta di un dato in linea con le risultanze esposte dalla CONSOB nel documento di consultazione, che evidenzia l’assenza di esposti e reclami.

Peraltro, vi sono numerosi strumenti differenti di raccolta di equity o debt (private placement, club deal, quotazione in borsa o al ristretto, obbligazioni, minibond, ...) ma in nessun caso esistono norme aggiuntive che disciplinano l'eventuale impiego fraudolento delle somme raccolte. Quindi eventuali misure di prevenzione aggiuntive introdurrebbero una disparità di trattamento del tutto ingiustificata rispetto ad ogni altra forma di finanziamento o di capitalizzazione.

Si tratta di fattispecie già ampiamente ed adeguatamente regolamentate dal legislatore sia in sede civile (con le azioni di responsabilità) che in sede penale.

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

No. Gli obblighi sono eccessivi.

Come emerge dalle indicazioni fornite di seguito al par. 5 e come peraltro si evince chiaramente anche dai dati allegati al documento di consultazione e dalle relative conclusioni di CONSOB, lo strumento regolamentare è tarato per un'ampia adesione del crowd, inteso nel senso anglosassone e con riferimento al ben diverso fenomeno del crowdfunding reward-based, cioè di una folla di investitori retail, inesperti e disinformati, con ridotte capacità finanziarie.

Invece è ormai dimostrato che l'equity crowdfunding è uno strumento per investitori sofisticati e investitori professionali (cfr. infra). Per tale categoria di investitori gli obblighi in questione sono eccessivi e sproporzionati, a tal punto da disincentivare un corrente uso dello strumento.

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

Sì.

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?

Gli strumenti predisposti risultano eccessivi per il profilo dell'investitore medio, che risulta piuttosto sofisticato. Inoltre, più che ad operare scelte consapevoli, il sistema sembra orientato a scoraggiare l'investimento con gli adempimenti burocratici.

Una volta messa a disposizione tutta la documentazione normativa e di *investor education*, il questionario risulta ridondante:

- a) gli investitori che ritengono di essere sufficientemente informati, ritengono che la compilazione del questionario sia una formalità burocratica eccessiva;
- b) gli investitori soggetti ad obbligo di profilazione in relazione alla dimensione

dell'investimento, si trovano a dover reiterare dichiarazioni, che poi dovranno rinnovare in fase di definizione del profilo di rischio con l'intermediario finanziario nonostante generalmente si tratti, come evidenziato, di investitori sofisticati.

L'investitore è già in grado di effettuare scelte consapevoli all'esito del percorso di *investor education*, senza dover rispondere al questionario. Questo è soltanto un passaggio burocratico che non aggiunge alcun valore alla formazione dell'investitore.

4. Rispetto a questa finalità:

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

Esso è eccessivo rispetto al livello di conoscenze dell'investitore medio. Inoltre è ridondante in relazione all'informativa che l'investitore riceve dalla banca o società di investimento in sede di esecuzione dell'ordine.

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

E' adeguato. Ma è bene notare che esso è molto più approfondito che nella maggior parte dei Paesi del mondo, nei quali l'informativa sulla singola offerta è, invece, estremamente superficiale.

Tale livello di profondità e standardizzazione, certamente congruo, è tale da confermare l'opportunità delle soluzioni di seguito proposte alla domanda n. 5.

- 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 "inutile formalità amministrativa" nel momento in cui si impone all'investitore un questionario di verifica.

I dati statistici dimostrano che l'investitore medio è sofisticato e, conseguentemente, conosce tutti o la maggior parte degli argomenti indicati dall'art. 15. Ciò nonostante, l'attuale sistema definitorio non lo affranca dal percorso didattico.

Sarebbe opportuno mantenere la previsione dei contenuti indicati dall'art. 15, primo comma, eliminando però quanto previsto dal 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?

Sì. Si sottopongono le seguenti cinque proposte.

1) AFFIDAMENTO DELLA PROCEDURA MIFID ALLE PIATTAFORME

Sopra la soglia di rilevanza, il sistema definito dall'art. 17 del Reg. 18592 impone al Gestore Autorizzato la trasmissione di un ordine ad una banca o una impresa di investimento.

Questa opera nei confronti degli investitori nel rispetto delle disposizioni applicabili contenute nella Parte II del Testo Unico e nella relativa disciplina di attuazione, vale a dire che procede alla valutazione di adeguatezza e/o appropriatezza dell'investimento secondo la disciplina MIFID.

Mentre in linea di principio non vi è ragione di procedere alla verifica di adeguatezza nel caso dell'equity crowdfunding, non trattandosi di attività di consulenza finanziaria, è necessario sottoporre l'investitore alla verifica di appropriatezza per verificare le informazioni e le esperienze di cui l'investitore dispone in relazione allo specifico investimento.

Si tratta di un'analisi sostanzialmente corrispondente a quella che è in ogni caso richiesta dal Regolamento ai Gestori dei portali (sia sopra che sotto soglia), e quindi evidentemente ridondante, che rende all'investitore più laborioso procedere all'investimento, rispondendo due volte alle medesime domande.

In altri Paesi comunitari non risultano doppi livelli o sovrapposizioni di questo tipo, mentre lo scopo della normativa MIFID è di creare un terreno competitivo uniforme (level playing field) all'interno dell'Unione Europea, garantendo comunque il massimo livello di tutela possibile all'investitore.

Per risolvere questo problema, la soluzione migliore sembra quella di permettere ai Gestori autorizzati di eseguire la verifica di appropriatezza, svincolandoli dall'obbligo di collaborazione con banche o imprese di investimento.

Peraltro, si determinerebbero maggiori alternative per gli operatori e gli investitori e quindi, dal punto di vista concorrenziale, la soluzione proposta consentirebbe agli investitori una maggior facilità di accesso allo strumento con costi più contenuti.

Eventualmente, questa soluzione può essere accompagnata da un requisito di capitalizzazione della società che gestisce il portale, attualmente non previsto.

Rimarrebbe fermo l'obbligo di non detenere valori o strumenti finanziari di terzi, e quindi l'accensione di un conto indisponibile per la raccolta presso una banca o un'impresa di investimento terza.

2) INVESTIMENTI SOTTO-SOGLIA

Il Reg 18592 all'art. 17, quarto comma, dispone:

4. Le disposizioni contenute nel comma 3 non si applicano quando ricorrano le seguenti condizioni:

a) gli ordini siano impartiti da investitori-persone fisiche e il relativo controvalore sia inferiore a cinquecento euro per singolo ordine e a mille euro considerando gli ordini complessivi annuali;

b) gli ordini siano impartiti da investitori-persone giuridiche e il relativo controvalore sia inferiore a cinquemila euro per singolo ordine e a diecimila euro considerando gli ordini complessivi annuali.

In proposito si osserva che la soglia è troppo bassa e che un investimento di poco sopra soglia comporta costi connessi estremamente elevati: basti considerare che all'investitore è spesso richiesto di aprire un conto bancario (con conseguenti costi di apertura e gestione annua) e di recarsi presso la banca o la SIM per effettuare l'analisi di appropriatezza e/o adeguatezza.

Peraltro l'investimento medio in equity crowdfunding è un multiplo delle soglie attuali (ben 10.250 euro al 21 giugno 2015 - dati Osservatorio Politecnico di Milano cit.) e gli investimenti sotto soglia sono rarissimi.

Ove il limite fosse innalzato si potrebbe anche eliminare la differenza tra persone fisiche e giuridiche, che peraltro crea una disparità di trattamento scarsamente giustificabile.

Il limite di investimento annuo è facilmente aggirabile da parte dell'investitore mediante una inesatta o falsa dichiarazione; pertanto, essendo rimessa ogni iniziativa e decisione all'investitore, si tratta di un limite che può essere rimosso ponendo in essere una opportuna semplificazione.

Conclusivamente, sugli investimenti "sotto soglia" si ritiene che:

- il valore dovrebbe essere innalzato ad euro 10.000,00;
- il limite annuo dovrebbe essere eliminato;
- la differenza tra persone fisiche e giuridiche potrebbe essere eliminata.

Il valore proposto come soglia è fissato a 10.000,00 euro, sia in relazione ai valori usuali di investimento sulle piattaforme di equity crowdfunding internazionali, sia in relazione al fatto che tale somma coincide con l'importo esportabile senza particolari forme o procedure e quindi ipoteticamente investibile da un cittadino italiano su piattaforme di crowdfunding estere.

3) REGOLA DEL 5%

Il TUF, all'art. 100 *ter*, secondo comma, dispone:

2. La Consob determina la disciplina applicabile alle offerte di cui al comma precedente, 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, e di 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.

Il Reg 18592, all'art. 24, secondo comma, dispone:

2. Ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale, il gestore verifica che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di start-up innovative previsto all'articolo 25, comma 5, del decreto.

Lo scopo della norma è di garantire all'investitore retail una valutazione positiva anche da parte di un investitore professionale, più qualificato per l'analisi di rischi e opportunità.

In realtà, mentre la finalità in astratto è meritevole, nella pratica non solo non vi è alcun vantaggio, ma addirittura la soluzione rischia di essere controproducente.

Infatti, gli investitori professionali operano in una logica di portafoglio, equilibrando alcuni investimenti con altri, diversi per genere, categoria, rischiosità, liquidità redditività e numerosi altri parametri.

Conseguentemente, l'investitore retail non ha alcun vantaggio a seguire una decisione di investimento da parte di un investitore professionale che ha un portafoglio ed una logica sconosciuti all'investitore retail. Anzi, potrebbe essere tratto in inganno ed effettuare un investimento significativo per emulazione, senza sapere che l'investitore professionale ha strategie di bilanciamento che minimizzano quel rischio imprenditoriale.

Inoltre, in alcuni casi, la dipendenza del perfezionamento di un investimento dalla decisione di un investitore professionale, attribuisce a quest'ultimo un vantaggio eccessivo che potrebbe influire negativamente sui rapporti tra azionisti o essere facilmente abusato, vista anche la competenza che caratterizza l'investitore professionale.

La norma regolamentare quindi rischia di essere controproducente per l'investitore retail.

Finchè non venga modificata, o auspicabilmente abrogata, la norma primaria che attribuisce alla CONSOB il compito di disciplinare la fattispecie, la CONSOB potrebbe modificare almeno la norma regolamentare, facendo uso del potere conferitole dalla norma primaria, come segue:

- allargando la sfera delle "particolari categorie di investitori" che possono rientrare nell'aliquota;
- abbassando ulteriormente l'aliquota al 2% del capitale offerto in sottoscrizione.

L'allargamento delle categorie di investitori potrebbe avvenire nella direzione indicata dal paragrafo che segue, concernente la definizione degli investitori professionali.

4) INVESTITORI PROFESSIONALI

Il Reg 18592, all'art. 2 definisce:

j) «investitori professionali»: i clienti professionali privati di diritto, individuati nell'Allegato 3, punto I, del Regolamento Consob in materia di intermediari, adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche, nonché i clienti professionali pubblici di diritto previsti dall'articolo 2 del decreto ministeriale 11 novembre 2011, n. 236 emanato dal Ministero dell'economia e delle finanze.

Il TUF, all'art. 50 *quinquies*, quinto comma, dispone:

5. La Consob determina, con regolamento, i principi e i criteri relativi: 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.

Il TUF, all'art 100 *ter*, secondo comma, dispone:

2. La Consob determina la disciplina applicabile alle offerte di cui al comma precedente, 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, e di 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.

Il novero degli investitori professionali (definito dal Primo Capitolo dell'All. 3 al Reg. CONSOB 16190) è piuttosto ridotto; in particolare non comprende gli individui con un profilo adeguato, nè i business angel, che sono peraltro in genere i più qualificati ed interessati a valutare investimenti su innovazione tecnologica.

Inoltre, dovrebbe essere riconosciuta anche la professionalità delle holding di partecipazione che, proprio per la loro natura di holding, magari su aziende innovative, difficilmente rientrano nei parametri dimensionali delle "grandi imprese".

Dal momento che il focus dell'equity crowdfunding è sull'innovazione, sembra opportuno estendere a tali soggetti la legittimazione:

- ad effettuare investimenti senza le formalità richieste dalla procedura MIFID;
- ad integrare la quota del 5% attualmente richiesta ai fini del perfezionamento dell'ordine.

Peraltro, la definizione di "investitori professionali" è stata da CONSOB limitata al Primo Capitolo dell'Allegato 3 (Clienti Professionali di diritto); già l'estensione ai soggetti indicati nel Secondo

Capitolo (Clienti Professionali su richiesta) potrebbe consentire l'allargamento ad investitori coincidenti con un profilo di business angel, coincidente con diversi investitori attualmente attivi sul mercato italiano dell'equity crowdfunding. Tale soluzione consentirebbe di fare riferimento ad un criterio normativo esistente, ed attribuirebbe la validazione del soggetto alla piattaforma o, eventualmente, al partner bancario in sede di esecuzione dell'investimento.

Come ulteriore soluzione, in aggiunta all'allargamento della categoria degli investitori professionali a quelli indicati al secondo capitolo dell'All. 3 al Reg. CONSOB 16190, si aggiunge che la qualificazione dell'investitore come business angel potrebbe essere definita sulla base dei seguenti parametri alternativi, da autocertificare:

- a) iscrizione ad un'associazione di categoria dei business angel;
- b) esperienza dimostrata da almeno tre investimenti in aziende innovative;
- c) possesso diretto o indiretto di un portafoglio di partecipazioni superiore a 100.000 euro di valore stimato.

La procedura per il riconoscimento dello status di investitore professionale potrebbe rimanere quella già indicata dal Capitolo 3 dell'All. 3 al Reg. CONSOB 16190, affidata ai gestori autorizzati dei portali, o, in subordine, al partner bancario/finanziario.

L'effetto della estensione della categoria degli investitori professionali sarebbe di:

- facilitare e velocizzare le operazioni di investimento, eseguibili interamente on-line, mediante ordine e pagamento, senza necessità di intervento da parte di banche o imprese di investimento;
- coprire la quota del 5% dell'investimento attualmente destinata agli investitori professionali a pena di inefficacia del collocamento.

5) ABOLIZIONE DELLA FORMA SCRITTA PER IL CONTRATTO DI INVESTIMENTO

Mentre il questionario MIFID non richiede forme particolari e può esser compilato anche via web, come è noto, l'art. 23 TUF (attuato dall'art. 37 del Regolamento Intermediari n. 16190) prevede l'obbligo di forma scritta per il contratto di investimento a pena di nullità. Pertanto, le banche e le imprese di investimento che operano insieme ai gestori di portali sono tenute a portare il cliente off-line, quantomeno per la sottoscrizione del contratto di investimento. Sebbene vi siano soluzioni valide sia per l'identificazione (ad es. tramite bonifico certificato) che per il questionario MIFID (compilabile on-line), la forma del contratto di investimento ostacola la finalità principale e la caratteristica ontologica dell'equity crowdfunding.

La norma, però, prevede che la CONSOB, sentita la Banca d'Italia, possa derogare a tale obbligo o per motivate ragioni o in relazione alle operazioni effettuate da investitori professionali.

In proposito, lo stesso legislatore ha appena stabilito una deroga alla forma scritta del contratto di investimento: il nuovo art. 100 *ter*, comma 2 *quater*, TUF, introdotto dal D.L. n. 3/2015 (c.d. Investment Compact) ha stabilito che i contratti aventi ad oggetto la sottoscrizione o la cessione di

strumenti finanziari emessi da start-up e PMI innovative effettuate nelle forme previste dal comma 2 *bis* non necessitano di contratti in forma scritta. Si tratta di contratti sulla base dei quali gli strumenti finanziari vengono intestati all'intermediario abilitato sulla base di un rapporto fiduciario, così che gli eventuali successivi trasferimenti possano essere effettuati nel rapporto con l'intermediario e non direttamente nei confronti della società, con non indifferenti risparmi sui costi di transazione.

Si precisa che detta norma non prevede la mera possibilità di ricorrere alla firma digitale, già equivalente alla firma cartacea in virtù di numerose disposizioni di legge, ma ben più radicalmente di superare la forma scritta, ritenendo valide le forme alternative (quindi, ad es. la forma orale, o la forma digitale non certificata, vale a dire scambio di mail, approvazione tramite sito web ecc.).

Tale norma, tuttavia, non considera le sottoscrizioni o gli acquisti di quote effettuati dall'investitore in nome proprio, al di fuori di un rapporto fiduciario con il gestore autorizzato.

La norma non voleva evidentemente creare una disparità di trattamento ma regolamentare una fattispecie più complessa nella quale non vi è solo l'esecuzione di un ordine di investimento, ma anche la gestione fiduciaria di una quota di capitale sociale.

Quindi la CONSOB potrebbe colmare la lacuna che si è creata, utilizzando la deroga concessale dall'art. 23 TUF e, sentita la Banca d'Italia sancire la validità del contratto di investimento non stipulato in forma scritta in tutti i casi in cui l'investimento abbia ad oggetto strumenti finanziari sottoscritti on-line nelle forme dell'equity crowdfunding.

Si precisa che non si propone la mera possibilità di ricorrere alla firma digitale, già equivalente alla firma cartacea in virtù di numerose disposizioni di legge. Invero già da quindici anni la CONSOB ammette l'equivalenza tra firma su cartaceo e firma digitale: "la conclusione del contratto potrà avvenire via internet solo ove sia effettivamente realizzabile la c.d. firma digitale in forza di quanto disposto dal d.p.r. 10 novembre 1997, n. 513, in attuazione dell'art. 15, comma 2, della legge 15 marzo 1997, n. 59" (Comunicazione CONSOB n. 30396 del 21 aprile 2000). Come è noto, la firma digitale consiste in un particolare tipo di firma elettronica qualificata, basata su un sistema di chiavi crittografiche, una pubblica e una privata, correlate tra loro, che consente al titolare tramite la chiave privata e al destinatario tramite la chiave pubblica, rispettivamente, di verificare l'integrità di un documento informatico e la riferibilità del documento ad un determinato soggetto.

Invece, ben più radicalmente, la norma contenuta nell'Investment Compact ha il merito di superare definitivamente la forma scritta, attribuendo validità alle forme alternative (quindi, ad es. la forma orale, o la forma digitale non certificata, cioè scambio di mail, approvazione tramite sito web, apposizione di flag, ecc.). Tale norma, tuttavia, non considera le sottoscrizioni o gli acquisti di quote effettuati dall'investitore in nome proprio, al di fuori di un rapporto fiduciario con banca o SIM (cioè i casi in cui l'investitore vuole che le quote sottoscritte siano intestate direttamente a suo nome).

* * *