

Alla cortese attenzione del personale amministrativo addetto alla
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 della Consob del 3 dicembre 2015 per la 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, 8 gennaio 2016

1. Premessa

In data 19 giugno 2015 Consob ha avviato una consultazione pubblica preliminare, conclusasi il 10 luglio 2015 (la “**Consultazione Preliminare**”), per acquisire evidenze ed osservazioni da valutare in vista della revisione del “Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *Start-Up* Innovative tramite portali *On-Line*” (il “**Regolamento**”).

Consob ha colto infatti l'occasione della necessità di una modifica del Regolamento a seguito delle novità introdotte dal Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3, convertito in Legge 24 marzo 2015, n. 33, che ha esteso alle PMI innovative (oltre ch  agli OICR ed alle societ  che investono prevalentemente in start-up e PMI innovative) la possibilit  di effettuare offerte di capitale di rischio tramite i portali *on-line*, per avviare una discussione, tramite un documento di pubblica consultazione rivolto a tutti i soggetti interessati (il “**Documento di Consultazione Preliminare**”), affin  che fornissero evidenze in merito alla concreta applicazione del Regolamento, in particolare con riferimento alla proporzionalit  degli obblighi dallo stesso previsti.

Italia Startup ha partecipato alla Consultazione Preliminare, sottoponendo all'attenzione di Consob le risposte alle specifiche domande di cui ai punti da 1 a 4 del Documento di Consultazione Preliminare, nonché formulando alcune sue osservazioni e proposte di modifica del Regolamento *“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”*, così come previsto al punto 5 del Documento di Consultazione Preliminare.

In data 3 dicembre 2015 Consob ha pubblicato i risultati della Consultazione Preliminare, tramite un documento (il **“Documento di Consultazione”**) contenente:

- (i) una sintesi delle risposte pervenute nell'ambito della Consultazione Preliminare, riportata in particolare nell'Allegato 1 al Documento di Consultazione, e
- (ii) una proposta di revisione regolamentare, elaborata tenendo in considerazione sia le modifiche che si sono rese necessarie a seguito dei sopra riportati interventi di legislazione primaria, sia alcuni contributi ed osservazioni pervenuti nell'ambito della Consultazione Preliminare (la **“Proposta di Regolamento”**).

Italia Startup sottopone ora all'attenzione di Consob le seguenti osservazioni in merito alle proposte di modifica del Regolamento.

2. Le proposte di modifica del Regolamento e le osservazioni di Italia Startup

Dall'esame del Documento di Consultazione possono essere individuate le seguenti principali aree di intervento proposte da Consob.

a) Soggetti ammessi alla raccolta di capitale tramite portale ed altre modifiche derivanti dalle novità introdotte dalla legislazione primaria

Proposta Consob: Coerentemente con quanto disposto dal nuovo art. 50-*quinquies* del TUF, nella Proposta di Regolamento il termine “emittenti” è stato sostituito con quello di “offerenti”, il quale ricomprende ora, oltre alle start-up e PMI innovative, gli OICR e le società di capitali che investono prevalentemente in start-up e PMI innovative. Sono stati poi conseguentemente estesi a tali soggetti gli obblighi informativi nei confronti degli investitori, con particolari disposizioni previste per gli OICR e per le società di capitali che investono prevalentemente in start-up e PMI innovative.

Viene inoltre previsto che nelle informazioni relative ad ogni singola offerta vada specificata l'indicazione dell'eventuale regime alternativo di trasferimento delle quote rappresentative del capitale sociale di start-up e PMI innovative costituite

in forma di società a responsabilità limitata previsto dall'articolo 100-*ter*, comma 2-*bis*, del TUF e le relative modalità per esercitare l'opzione di scelta del regime da applicare.

Osservazioni: Su tali modifiche non si ritiene di esprimere osservazioni trattandosi di un adeguamento della regolamentazione secondaria alle modifiche introdotte in sede di legislazione primaria.

b) Iscrizione dei gestori di portali nel registro tenuto dalla Consob

Proposta Consob: È stato chiarito che il procedimento di iscrizione si configura giuridicamente quale “procedimento amministrativo di autorizzazione all'esercizio dell'attività di gestore”, essendo inquadrabile quale servizio di ricezione e trasmissione di ordini in virtù dell'esenzione facoltativa di cui all'art. 3 della MiFID I (confermata anche nel nuovo articolo 3 della MiFID II, non ancora entrata in vigore), il quale prevede a tal fine una apposita autorizzazione per i “soggetti esentati”.

Osservazioni: Anche in merito a tale chiarimento non si ritiene di dover esprimere particolari osservazioni. Ciò nonostante alcune preoccupazioni, legate in particolare ai costi ed alle responsabilità in capo ai portali di equity crowdfunding (in qualità di “soggetti che operano in esenzione”), emergono da alcuni passaggi del Documento di Consultazione relativi alle future integrazioni legislative derivanti dal recepimento della Direttiva MiFID II, quali:

- (i) l'obbligo di “adesione ad un sistema di indennizzo o di stipula di un'assicurazione sui rischi professionali” (pag. 3 del Documento di Consultazione) e
- (ii) l'affermazione che “coerentemente con il processo di revisione della MiFID II, in seguito alle modifiche prospettate, dovrà necessariamente essere rafforzata l'attività di vigilanza sui gestori di portali che operano in esenzione, la cui attività assumerà caratteristiche più simili, sotto il profilo del rapporto con i clienti, a quelle degli intermediari autorizzati (SIM e banche), fermo restando che gli stessi non sono autorizzati a maneggiare fondi e strumenti finanziari per conto dei clienti medesimi” (pag. 4 del Documento di Consultazione).

Proposta Consob: Sempre per quanto concerne l'iscrizione dei portali al registro Consob sono state proposte alcune modifiche e precisazioni che tengono conto di esigenze emerse in sede di vigilanza (elencate e descritte alle pagine 6 e 7 del Documento di Consultazione), tra le quali la più rilevante è quella relativa alla **decadenza dall'autorizzazione** rilasciata dalla Consob nei casi in cui: (i) i gestori non abbiano iniziato l'attività nei sei mesi successivi all'iscrizione nell'apposito registro, e (ii) i gestori abbiano interrotto l'attività e non la abbiano ripresa entro sei mesi, con la conseguenza che tale decadenza comporta la cancellazione dal registro Consob.

Osservazioni: Si ritiene forse preferibile prevedere, soprattutto per quanto concerne il caso di interruzione dell'attività dei portali, un termine più lungo. Non può infatti essere escluso il rischio che i portali, per non incorrere nella sanzione della decadenza e della cancellazione dal registro Consob, accettino di far partire campagne di equity crowdfunding con offerenti "non all'altezza", a scapito della qualità delle offerte e con conseguenti effetti reputazionali negativi per l'intero sistema.

Investitori professionali su richiesta

Proposta Consob: Venendo incontro alle richieste di alcuni degli operatori che hanno partecipato alla Consultazione Preliminare (tra i quali rientra anche Italia Startup), Consob propone di estendere agli "investitori professionali su richiesta" il novero dei soggetti rientranti tra gli "investitori professionali". Conseguentemente anche gli investitori professionali su richiesta ai sensi della MiFID, così classificati dall'intermediario di cui sono clienti, saranno soggetti al medesimo trattamento riservato agli investitori professionali: (i) sia con riferimento alla esenzione dalla disciplina prevista per gli investimenti "sopra soglia", (ii) sia con riferimento al calcolo della quota minima di sottoscrizione del 5% posta come condizione necessaria alla chiusura dell'offerta. Per essere considerati quali investitori professionali su richiesta sarà necessario richiedere l'attestazione di tale qualifica all'intermediario di cui gli stessi sono clienti, la quale attestazione dovrà essere inoltrata dall'investitore al gestore del portale e da questi conservata.

Osservazioni: Anche Italia Startup, nel documento del 10 luglio 2015 contenente le proprie osservazioni (a pag. 7 di tale documento), aveva proposto che gli investitori che regolarmente svolgono attività di investimento in capitale di rischio di imprese e che soddisfano determinati requisiti di professionalità ed esperienza (come ad esempio i c.d. *Business Angels Clubs*) potessero essere soggetti al medesimo trattamento riservato agli investitori professionali. Si tratta dell'unico punto, tra le proposte inoltrate da Italia Startup, ad essere stato preso in considerazione, seppur in parte, nella Proposta di Regolamento.

La soluzione proposta da Consob, pur rappresentando uno sforzo apprezzabile, si limita ad allargare le regole previste per gli investitori professionali (i.e. i clienti professionali privati e pubblici di diritto) ad un numero abbastanza limitato di soggetti, ossia ai "clienti professionali privati e pubblici su richiesta", così come individuati, per quanto riguarda in particolare i clienti professionali privati di diritto, nell'Allegato 3, punto II, del "Regolamento Emittenti" n. 16190 del 29 ottobre 2007, ossia esclusivamente nei casi vengano soddisfatti almeno due dei seguenti requisiti: (i) il cliente abbia effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei 4 trimestri precedenti, (ii) il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, sia superiore ad euro 500.000, (iii) il cliente lavori o abbia lavorato nel settore finanziario per almeno

un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti. Pur essendo noi consapevoli delle difficoltà di qualificazione giuridica di alcune categorie di soggetti, quali appunto i *business angels*, si potrebbe in ogni caso prevedere per questi ultimi un riconoscimento a livello regolamentare a seguito dell'appuramento del possesso di requisiti di "affidabilità" (ad esempio iscrizione ad un'associazione di categoria e/o *expertise* comprovata dall'aver effettuato investimenti in aziende innovative).

c) **Disciplina dell'esecuzione degli ordini**

Proposta Consob: Venendo incontro sempre alle richieste di alcuni degli operatori che hanno partecipato alla Consultazione Preliminare, Consob propone di rendere possibile la conclusione delle operazioni di equity crowdfunding integralmente *on-line*.

Per raggiungere tale (meritevole) obiettivo, pienamente condiviso da Italia Startup, Consob ha previsto la possibilità per i gestori di portali di decidere (*opt-in*) di effettuare essi stessi la valutazione di **appropriatezza** per tutte le operazioni, a prescindere dal loro ammontare, eliminando quindi, ma solo per tale ipotesi, l'esenzione dalla profilazione MiFID per le operazioni "sotto soglia"¹. Per effettuare una tale scelta, che dovrà avere applicazione generale con riferimento a tutte le offerte che verranno pubblicate sul portale, i gestori dovranno dimostrare di essere "*concretamente attrezzati a sostenere le verifiche necessarie per valutare l'appropriatezza dell'operazione*" (si veda pag. 4 del Documento di Consultazione) e dovranno comunicare a Consob la scelta della relativa opzione almeno 60 giorni prima dell'inizio di tale nuova attività, nonché tutte le procedure interne che intendono implementare, anche al fine di rendere possibili le dovute verifiche da parte di Consob.

I gestori saranno in ogni caso liberi di non effettuare in prima persona tale verifica di appropriatezza, che continuerà in tal caso ad essere svolta dalla banca o dall'impresa di investimento che riceve gli ordini, non più, però, in aggiunta, ma in sostituzione dell'obbligo di compilazione del "questionario" comprovante le caratteristiche ed i rischi principali degli strumenti finanziari, il quale "questionario" verrebbe infatti ora eliminato dall'art. 15, comma 2, lettera b) del Regolamento. In tal caso troveranno inoltre applicazione le soglie di esenzione MiFID attualmente vigenti.

Osservazioni: Pur essendo il fine sotteso alla modifica proposta da Consob (rendere possibile la conclusione dell'operazione integralmente *on-line*) di fondamentale importanza per il successo dello strumento dell'equity crowdfunding, la soluzione sopra prospettata crea, di fatto, una "disparità di

¹ Attualmente le soglie sono le seguenti: per le persone fisiche, nei casi di investimenti inferiori ad euro 500 per singolo ordine e ad euro 1.000 di valore complessivo degli ordini annuali; per le persone giuridiche, nei casi di investimenti inferiori ad euro 5.000 per singolo ordine e ad euro 10.000 di valore complessivo degli ordini annuali.

trattamento” tra i portali che scelgono di dotarsi dei mezzi necessari per effettuare la verifica di appropriatezza (con il conseguente “vantaggio competitivo” di offrire la conclusione dell’operazione interamente *on-line*) ed i portali che, non avendo tali mezzi o per altre ragioni, decidono di continuare ad appoggiarsi alle banche ed alle imprese di investimento per l’effettuazione di tale tipo di attività (che comporta ovviamente dei costi di struttura e di organizzazione non indifferenti), i quali si vedranno pertanto costretti a far andare *off-line* gli investitori per sottoscrivere con la banca un contratto di investimento cartaceo (il c.d. “contratto quadro”). Oltre a causa dei costi di struttura connessi alla verifica di appropriatezza, i gestori dei portali potrebbero essere indotti a non effettuare l’*opt-in* in ragione delle responsabilità connesse a tale attività² ed ai rischi sanzionatori connessi³.

Tale disparità di trattamento non appare giustificata e non sembra essere “compensata” dalla eliminazione delle soglie di esenzione MiFID nei casi di verifica di appropriatezza effettuata direttamente dai gestori.

Tale discrasia potrebbe essere, a ben vedere, facilmente risolvibile da parte di Consob, alla luce di quanto segue. Il motivo per cui le operazioni di equity crowdfunding non possono essere eseguite interamente *on-line* nel caso di ricezione degli ordini da parte delle banche e delle società di investimento è dovuto essenzialmente al fatto che per la conclusione del contratto di investimento con le banche e le imprese di intermediazione è prevista la forma scritta sotto pena di nullità dall’art. 23 del TUF. Il questionario MiFID relativo alla appropriatezza (e all’adeguatezza) viene di norma compilato contestualmente alla sottoscrizione (*off-line*) del contratto di investimento, pur non essendo prevista dalla legge una particolare forma per tali verifiche di appropriatezza (e di adeguatezza), che possono pertanto essere effettuate anche con strumenti digitali o con altri mezzi. A tale riguardo si ricorda che il medesimo articolo 23 del TUF dispone che “*la Consob, sentita la Banca d’Italia, può prevedere con*

² Con riferimento alla normativa generale in materia di intermediari finanziari, alla luce delle raccomandazioni, tra le altre, di ABI e Assogestioni, nel caso in cui i clienti dovessero rifiutare di fornire le informazioni richieste, ovvero qualora le informazioni non dovessero sembrare sufficienti per una valutazione di appropriatezza soddisfacente, gli intermediari finanziari dovrebbero prudenzialmente rifiutare l’accompagnamento all’investimento, ovvero procedere in forza di liberatoria espressa, la cui analiticità deve essere tale da fungere da scriminante in caso di successive contestazioni da parte del cliente in base al principio di buona fede di cui all’art. 21 del TUF (cfr. *inter alia* Cass. Civ. 6376/2015, Cass. Civ. 20178/2014, C. App. Milano 3902/2014; *contra* Cass. Civ. 4620/2015).

³ Il comma 7 dell’art. 50*quinquies* del TUF prevede che i gestori di portali che violano le disposizioni emanate dalla Consob possano essere puniti, in base alla gravità della violazione, con una sanzione amministrativa pecuniaria da 500 a 25.000 euro, oltre che con la sospensione da uno a quattro mesi o la radiazione dal registro dei gestori dei portali presso la Consob.

L’art. 22 del Regolamento prevede la possibile comminazione da parte di Consob del provvedimento cautelare della sospensione dell’attività del gestore in caso di fondati elementi che facciano presumere l’esistenza di gravi violazioni di legge ovvero di disposizioni generali o particolari impartite da Consob atte a dar luogo alla radiazione dal registro.

L’art. 23 del Regolamento prevede la sanzione della sospensione dell’attività del gestore in caso di violazione delle regole di condotta di cui al Titolo III, tra le quali rientra per l’appunto l’obbligo di verifica dell’appropriatezza.

regolamento che, per motivate ragioni o in relazione alla natura professionale dei contraenti, particolari tipi di contratto possano o debbano essere stipulati in altra forma". Si propone pertanto che Consob eserciti la facoltà di cui all'art. 23 del TUF e preveda, nello stesso nuovo Regolamento (ovvero in un apposito regolamento *ad hoc*) che per ogni contratto di investimento stipulato tra le banche e gli investitori in equity crowdfunding non debba esserci l'obbligo di forma scritta, ma possa essere valida anche la sottoscrizione del contratto in forma digitale, laddove vi siano sufficienti garanzie in merito alla identità degli investitori. Una simile "dematerializzazione" è stata d'altro canto recentemente prevista (a dire il vero dal legislatore primario) per i contratti stipulati in nome e per conto degli investitori da parte di intermediari finanziari, laddove non vi è più l'obbligo di forma scritta; si tratterebbe di estendere un tale principio (tramite un intervento regolamentario) a tutti i contratti di investimento stipulati tramite un portale di equity crowdfunding, risolvendo in tal modo il problema della "disparità di trattamento" sopra evidenziato.

3. Ulteriori osservazioni

- a) Prendiamo atto di una (importante) "interpretazione autentica" della Consob, laddove all'inizio di pag. 4 del Documento di Consultazione essa ammette, riferendosi alla regolamentazione attualmente vigente, che l'intermediario (banca o società di investimento) che riceve gli ordini dal portale debba valutare per la loro esecuzione "anche l'appropriatezza dell'operazione, ovvero l'adeguatezza della stessa operazione, qualora l'intermediario effettui anche una raccomandazione personalizzata allo stesso investitore con riferimento all'investimento sul portale". Dal tenore testuale del passaggio sopra riportato sembrerebbe pertanto potersi scartare definitivamente l'ipotesi che la banca o altro intermediario che riceva l'ordine debbano effettuare sempre e comunque l'esame di adeguatezza. Sussistevano infatti dubbi a tale riguardo, dovuti in particolare alla formulazione dell'art. 17, comma 3 del Regolamento, il quale dispone che le banche ed imprese di investimento che ricevono gli ordini debbano operare nei confronti degli investitori nel rispetto delle *"disposizioni applicabili contenute nella Parte II del TUF e nella relativa disciplina di attuazione"*, con conseguente dubbio sull'obbligatorietà in capo agli intermediari di effettuare in ogni caso la verifica di adeguatezza di cui alla disciplina MiFID, inclusa in tale generico richiamo. L'interpretazione di Consob è assolutamente condivisibile e si ritiene pertanto opportuno che la stessa trovi riscontro anche nel Regolamento, specificando all'art. 17, comma 3 dello stesso che le banche ed imprese di investimento ivi menzionate sono tenute ad effettuare la verifica di adeguatezza solo qualora esse effettuino anche una raccomandazione personalizzata all'investitore con riferimento all'investimento sul portale.

- b)** Per quanto concerne le già ricordate “soglie di esenzione MiFID”, Italia Startup aveva proposto, per risolvere il problema della complessità del processo “*off-line*” previsto per i casi di “sopra soglia”, di prevedere un innalzamento delle soglie fino ad euro 10.000,00 per singolo investimento, senza l'imposizione del limite annuo (ovvero con un limite annuo congruo con la soglia proposta) ed analoghe modifiche per il regime relativo alle soglie valevoli per gli investitori persone giuridiche. Come visto al paragrafo 2, punto d) di cui sopra, tale proposta non è stata presa in considerazione da Consob, essendosi preferito prevedere la possibilità per i gestori di effettuare la verifica di appropriatezza. Italia Startup ribadisce come sia in ogni caso auspicabile un innalzamento delle soglie di esenzione MiFID.
- c)** Vogliamo infine cogliere l'occasione per tornare su una proposta avanzata da Italia Startup, che non è stata presa in considerazione da Consob nel Documento di Consultazione, relativamente alla possibilità per i portali di prendere parte (a proprie spese) all'attività di educazione finanziaria degli investitori. Tale esigenza è particolarmente sentita soprattutto in questo preciso momento storico, anche alla luce dei fatti che hanno recentemente coinvolto una parte del nostro sistema bancario. Italia Startup ribadisce che sarebbe auspicabile una esplicita autorizzazione per i portali (se non in via regolamentare, quantomeno tramite una apposita Comunicazione 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 alla sollecitazione del pubblico risparmio e/o alla consulenza finanziaria.