

Milano, 30 aprile 2013

RISPOSTA AL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

REGOLAMENTO IN MATERIA DI
“RACCOLTA DI CAPITALI DI RISCHIO DA PARTE DI
START-UP INNOVATIVE TRAMITE PORTALI ON-LINE”

INTRODUZIONE

ASSIOM FOREX nasce a Milano il 28 ottobre 2009 dall'unione di ASSIOM (Associazione Italiana Operatori Mercati dei Capitali) ed ATIC FOREX (The Financial Market Association of Italy).

ASSIOM FOREX annovera più di 1.500 Soci, in rappresentanza di circa 450 istituzioni finanziarie, ed opera promuovendo e favorendo la crescita professionale degli operatori finanziari, attraverso la formazione, la divulgazione degli aspetti tecnici e delle pratiche di mercato, contribuendo allo sviluppo e all'integrità dei mercati finanziari domestici in un contesto europeo e internazionale estremamente dinamico e competitivo.

L'Associazione promuove l'analisi, lo studio e la ricerca di tecniche, strumenti e tematiche relative ai mercati finanziari; favorisce i rapporti con le Autorità Monetarie e di Vigilanza, nazionali ed internazionali, nonché con le Società di gestione dei mercati e con altre Istituzioni operanti sui mercati finanziari; rafforza i legami con organismi nazionali, comunitari ed internazionali, al fine di migliorare l'attività dei propri soci.

ASSIOMFOREX ringrazia la Commissione per l'opportunità offerta di partecipare al processo di consultazione riguardante questo profilo innovativo sui mercati finanziari rappresentato dal *crowdfunding*, che sarà seguito dalla scrivente associazione anche attraverso le proprie Commissioni di studio.

* * *

Art. 1

(Fonti normative)

1. Il presente regolamento è adottato ai sensi degli articoli 50-quinquies e 100-ter del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

Art. 2

(Definizioni)

1. Nel presente regolamento si intendono per:

...

d) «portale»: la piattaforma on line che ha come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitali di rischio da parte delle start-up innovative, comprese le start-up a vocazione sociale come definite dall'art. 1, comma 5-novies, del Testo Unico;

...

La novità dello strumento e dei soggetti professionali coinvolti, anche sotto l'aspetto legislativo e regolamentare, e la *ratio* della normativa, che è quella di stimolare la nascita di nuove imprese innovative attraverso una serie di leve della disciplina societaria del lavoro e fiscale, tra cui il *crowdfunding*, induce l'Associazione a fare prevalere, nella propria analisi della regolamentazione proposta, l'ottica dello sviluppo e della diffusione del crowfundin come strumento di finanziamento ad imprese che hanno limitato accesso alle tradizionali forme di credito e allo sviluppo di nuove forme di imprenditorialità diffusa e innovativa in senso lato.

Si ritiene che l'attività di *crowdfunding* per conto di società diverse dalle *start-up* innovative debba essere concessa al portale, attività che appare vietata dalla lettura della bozza di Regolamento all'art. 25, comma 1, lettera b, nr. 1) e che si debba ipotizzare lo sviluppo futuro di altre forme di crowdfunding quali, a titolo esemplificativo, quelle lending based

Nell'art. 30 del DL 179/2012 come modificato dalla legge di conversione 17 dicembre 2012, n. 221 si legge in merito alla disciplina dei portali *on-line* per *start-up* innovative, ma non si rinviene alcun divieto all'esercizio professionale della medesima attività a favore di società diverse da quelle iscritte nel registro di cui al comma 2 dell'art. 50-quinquies del TUF, purché non si ricada nell'ambito delle "offerte al pubblico" (art. 100-ter, comma 1 del TUF).

Infatti il termine "finalità esclusiva" si rinviene solo nella definizione di "portale" i cui all'art. 2 comma 1 lettera d del Regolamento CONSOB e non nell'art. 30 comma 2 del DL 179/2012 che introduce il nuovo art. 50-quinquies del TUF. Con riferimento a quest'ultimo articolo, il comma 3 lettera c) cita "oggetto sociale conforme" a quanto previsto dal comma 1 non "oggetto sociale esclusivo".

Ovviamente, nel caso di *crowdfunding* per conto di società diverse dalle *start-up* innovative, i portali non potranno fare appello ai soggetti diversi dagli investitori professionali limitando la possibilità che innovativi sistemi di finanziamento possano estendersi con le conseguenti ricadute positive sul sistema economico

Il ricorso al *crowdfunding* anche da parte di società diverse dalle *start up* innovative dovrebbe essere consentito in quanto:

- l'esigenza della raccolta di capitale di rischio per nuove iniziative non è circoscritta alla sole *start-up* innovative;
- le definizioni di "*start-up* innovativa" è circoscritta, anche perché ad essa è riconosciuto un trattamento di maggior favore anche per altri aspetti (fiscale, crisi d'impresa, diritto del lavoro, ecc.), non estendibile a tutte le tipologie di attività economiche; al contrario, la possibilità per tutte le società di accedere al *crowdfunding*, non avrebbe alcun impatto sulle finanze dello Stato, sui diritti dei creditori e sulla tutela dei diritti dei lavoratori, ecc.
- i requisiti suddetti restringono a un numero di società limitato la facoltà di poter essere *start-up* innovativa e, nell'ambito di questo numero ristretto, non tutte potrebbero essere interessate a raccogliere capitali attraverso i portali in oggetto; questo rende il mercato potenziale dei portali molto ristretto, con costi elevati da ammortizzare e quindi le probabilità che gli operatori siano molto pochi, in presenza di una limitazione alla tipologia di società beneficiarie, è elevata e le possibilità che lo strumento si diffonda molto basse.

A titolo di esempio potrebbero essere previste sui portali stessi, vesti grafiche e categorizzazioni differenti ovvero credenziali di accesso distinte tra le attività di crowdfunding finalizzate a start up innovative (quindi con il diritto a fruire della speciale normativa prevista) ed altre attività di crowdfunding al di fuori della precedente fattispecie.

- Per i soggetti che esercitano professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per le *start-up* innovative (TUF art. 50-quinquies), tale attività è esclusiva o può affiancarsi ad altre attività ? Il comma 3. lettera c) parla di "oggetto sociale conforme" a quanto previsto dal comma 1 non di "oggetto sociale esclusivo".
- C'è qualcosa nella legislazione italiana che impone al gestore del portale di *start-up* innovative di non poter svolgere la medesima attività per altre società o iniziative ?

Art. 10

(Requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo)

1. Ai fini dell'iscrizione nel registro coloro che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo di un gestore iscritto nel registro sono in possesso dei requisiti di onorabilità indicati dall'articolo 9, comma 1.
2. I soggetti indicati al comma 1 sono scelti secondo criteri di professionalità e competenza fra persone che hanno maturato una esperienza complessiva di almeno un biennio nell'esercizio di:
 - a) attività di amministrazione o di controllo ovvero compiti direttivi presso imprese;
 - b) attività professionali in materia attinente al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo;
 - c) attività d'insegnamento universitario in materie giuridiche o economiche;
 - d) funzioni amministrative o dirigenziali presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo ovvero presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni che non hanno attinenza con i predetti settori purché le funzioni comportino la gestione di risorse economico-finanziarie.
3. I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso un gestore iscritto nel registro non possono assumere o esercitare analoghe cariche presso altre società che svolgono la stessa attività, a meno che le società non appartengano al medesimo gruppo.

Fermo restando quanto ai punti a), b) c) e d) si ritiene opportuno rendere accessibili tali ruoli, quanto meno nelle funzioni di amministrazione e direzione, anche a soggetti che documentino competenze nel settore informatico e delle tecnologie in cui investirebbero le *start-up* utenti del portale. Tale visione è condivisa da

quasi la metà (44%) dei rispondenti; il restante 56% risponde alla domanda che “non è necessario” non che “non è opportuno”.

A supporto di tale valutazione si rileva:

- i portali *on-line* di cui all’art. 50-*quinquies* del TUF non appaiono ricadere nella categoria degli intermediari finanziari;
- non si vede come possa pregiudicare la stabilità del portale la presenza di una o due persone con documentata esperienza tecnologica;
- i medesimi potrebbero essere soggetti investitori nel capitale del portale, che non potrebbero tutelare in prima persona il loro investimento;
- il risultato del sondaggio (56% dei rispondenti) definisce “non necessaria” e non “inopportuna” la presenza di competenze tecniche;
- appare infatti evidente che poter disporre di competenze in materia consentirebbe al portale di poter effettuare un “primo filtro” tra le proposte pervenute, contribuendo così a mitigare o - almeno - meglio valutare il rischio di impresa insito nelle varie proposte
- i profili di natura tecnologica, vitale per la funzionalità e la *compliance* del portale e per la minimizzazione dei connessi rischio operativi, troverebbero una figura direttamente e competente nell’organo amministrativo.

Art. 14

(Obblighi di correttezza)...

3. Il gestore richiama altresì l’attenzione degli investitori diversi dai clienti professionali sull’opportunità che gli investimenti in attività finanziaria ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie. Il gestore non diffonde notizie non coerenti con le informazioni pubblicate sul portale e si astiene dall’influenzare l’andamento delle adesioni alle singole offerte.

...

A tale fine, ed avendo riguardo anche alle conoscenze in materia finanziaria dell’investitore, suggerisce di prevedere l’inserimento nel portale di un questionario di “pre-adequatezza”, da compilarsi a cura dell’investitore retail che intende aderire alla/e proposta/e inserita/e sul portale. Tale previsione renderebbe tra l’altro più snello e tempestivo l’operato delle banche chiamate a rendere esecutive le proposte d’ordine raccolte dai portali.

Art. 15

(Informazioni relative alla gestione del portale)

...

e) le misure adottate per ridurre e gestire i rischi di frode;

....

Utile, all’uopo sarebbe l’inserimento nel logo dei singoli portali di un “link” ad apposito sito Consob che ne certifichi l’iscrizione nel registro previsto per i portali stessi.

Art. 19

(Obblighi in capo alle banche e alle imprese di investimento che ricevono gli ordini dal gestore)

1. Le banche e le imprese di investimento che ricevono da un gestore gli ordini di un investitore relativi agli strumenti finanziari ne curano il perfezionamento sulla base di un contratto per la prestazione di servizi di investimento stipulato con l'investitore.
2. Ai fini dello svolgimento dell'attività prevista al comma 1, le banche e le imprese di investimento applicano, in ragione dei servizi o attività di investimento effettivamente prestati nei confronti dell'investitore, le pertinenti regole di condotta previste dal Testo Unico e dalla relativa disciplina di attuazione.
3. Le banche e le imprese di investimento mantengono costantemente informato il gestore sull'esito degli ordini dal medesimo trasmessi.

Dalla lettura della bozza di regolamento, il processo che interviene dalla raccolta dell'ordine da parte del portale fino alla sua esecuzione da parte dell'intermediario abilitato appare caratterizzato da possibili duplicazione di controlli e da una decisione finale in merito all'adeguatezza dell'ordine per la clientela concentrato sul citato intermediario, che potrebbe essere dotato di limitate conoscenze in merito alle caratteristiche delle società emittenti.

Sarebbe perciò utile una maggiore distinzione dei ruoli, per esempio limitando l'intervento dell'intermediario abilitato alla verifica della sottoscrizione dal parte dell'investitore *retail* delle avvertenze sui rischi delle operazioni pubblicate sul portale e la ratifica della correttezza del su-citato questionario di "pre-adequazione",.

Tale modalità di profilatura del cliente, se resa in modo standardizzato, eviterebbe il rifiuto da parte dell'intermediario ad eseguire la disposizione del cliente senza motivate ragioni e permetterebbe l'avvio di una architettura aperta nella scelta dell'intermediario e non necessariamente guidata e controllata da specifici intermediari incentivando così lo sviluppo del crowdfunding.

Art. 25

(Sanzioni)

1. Fermo restando quanto previsto dall'articolo 50-*quinquies*, comma 7, primo periodo del Testo Unico in materia di sanzioni pecuniarie, la Consob dispone:

a) la sospensione dell'attività del gestore in caso di violazione delle regole di condotta previste dal titolo III;

b) la radiazione dal registro in caso di:

1) svolgimento di attività di facilitazione della raccolta di capitale di rischio in assenza delle condizioni previste dall'articolo 26 ovvero per conto di società diverse dalle *start-up* innovative indicate dall'articolo 1, comma 5-*decies* del Testo Unico;

...

L'art.25 dovrebbe essere modificato, conformemente alle eventuali modifiche apportate secondo i commenti formulati in merito agli artt. 1 e 2 di cui sopra.

Art. 26

(Condizioni per l'ammissione delle offerte sul portale)

1. Ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale, il gestore verifica:
- a) che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali ovvero da fondazioni bancarie, società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo di cui all'art. 2 della legge 5 ottobre 1991 n. 317, incubatori di *start-up* innovative di cui all'art. 25, comma 5, del decreto. A tali fini, l'emittente fornisce al gestore la documentazione relativa alla sottoscrizione della quota riservata agli investitori professionali;
 - b) che lo statuto o l'atto costitutivo dell'emittente preveda, in favore degli investitori che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari offerti tramite portale diversi dai clienti professionali o dalle altre categorie di investitori indicate alla lettera a), almeno per il periodo in cui sussistono i requisiti stabiliti dall'articolo 25, comma 2 del decreto il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni e le relative modalità e condizioni di esercizio nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano il controllo a terzi.

Relativamente alla composizione del capitale di una start up, l'art. 26 del Regolamento sopra richiamato prevede al punto 1.a) che *“una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali ovvero da fondazioni bancarie, società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo di cui all'art. 2 della legge 5 ottobre 1991 n. 317, incubatori di start-up innovative di cui all'art. 25, comma 5, del decreto. A tali fini, l'emittente fornisce al gestore la documentazione relativa alla sottoscrizione della quota riservata agli investitori professionali;”*.

Sarebbe opportuno valutare se prevedere anche un limite massimo alla partecipazione degli investitori istituzionali al fine di evitare che gli stessi, con impegni finanziari modesti [se valutati alla luce delle previsioni del campione di cui all'allegato 1A (slide 34)] possano assumere una posizione di controllo sulla start up, con chiare conseguenze sull'indipendenza della stessa e sul peso degli investimenti effettuati dalla clientela *retail*.

Relativamente agli emittenti, si suggerisce di prevedere, quale requisito di ammissione/ammissibilità dell'offerta il rilascio di una *disclosure* da cui risulti l'eventuale esistenza di contratti, contenuti o vincoli tali da condizionare l'autonomia e/o redditività della start up medesima. Analoga provvisione per eventuali relazioni di affari (consulenze, fornitura di servizi, affidamenti) con i portali delle società a queste collegate.

Sarebbe altresì opportuno definire una soglia minima nella raccolta di capitali da parte della società oltre la quale è necessaria la partecipazione di investitori professionali piuttosto che dei vincoli in termini di investimento massimo del singolo partecipante al fine di permettere lo sviluppo di forme di crowdfunding di tipo sociale piuttosto che il finanziamento di attività di piccolo calibro che non potrebbero destare l'interesse degli investitori professionali. In alternativa è ipotizzabile l'estensione della categoria degli investitori professionali, nel caso specifico, ai “business angel” definendoli quali partecipanti promotori dell'iniziativa.

Ulteriori suggerimenti.

È opinione della scrivente che possano essere approntati ulteriori processi finalizzati alla prevenzione delle frodi, alla massimizzazione della trasparenza e della salvaguardia degli interessi dei partecipanti.

In particolare si ipotizza che la proposta da parte dei portali si articoli con specifiche date di scadenza delle proposte piuttosto che con specifiche finestre temporali e che gli importi, tempo per tempo raccolti, vengano inclusi in un conto indisponibile presso un intermediario appositamente delegato; alla scadenza del periodo

di raccolta, con la conferma da parte dei sottoscrittori (o la mancata revoca), si avrebbe il perfezionamento dell'operazione. In particolare il processo ipotizzato innalzerebbe le tutele dei primi aderenti adeguandole alle condizioni degli ultimi partecipanti.

Il meccanismo proposto si ispira alle già esistenti tecniche e prassi relative alle SPAC (Special Purpose Acquisition Company) e garantirebbe eguale tutela per tutti i partecipanti e una maggiore efficienza informativa in merito al successo della raccolta e quindi, in ultima analisi, della rischiosità della start up.

Conclusioni

Assiom Forex, nell'apprezzamento della consultazione e dei temi trattati, auspica la diffusione di canali alternativi nella raccolta di capitali che possano sostenere lo sviluppo economico e imprenditoriale del nostro paese e ritiene essenziale coniugare la semplificazione e la riduzione degli oneri per i nuovi operatori con la tutela dovuta verso i risparmiatori.

Il gruppo di lavoro costituito per la partecipazione alla consultazione è a completa disposizione di codesta Autorità per qualsivoglia chiarimento ritenesse opportuno.

Referente per il gruppo di lavoro:

Raimondo Marcialis

Membro del Consiglio Direttivo Assiom Forex

tel 335 7242166