

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

Regolamento in materia di
“Raccolta di capitali di rischio da parte di start up innovative tramite portali on line”

Osservazioni di Confindustria sul documento di consultazione

L'impostazione del regolamento rispecchia con chiarezza l'obiettivo dell'Autorità di vigilanza di porre presidi adeguati a tutela degli investitori non professionali. Il perseguimento di tale obiettivo, peraltro assolutamente condivisibile, ha determinato scelte regolamentari complesse e onerose in parte indicate dalla normativa primaria.

Tali scelte possono però rappresentare un forte disincentivo all'avvio dell'attività di gestione di portali sia per i “gestori di diritto” (banche e imprese di investimento) sia, soprattutto, per gli altri soggetti disciplinati dall'art. 30, comma 3, del Decreto Crescita bis e portare ad uno scarso utilizzo dello strumento, proprio in un momento in cui la possibilità di canali di finanziamento ulteriori rispetto a quello bancario possono essere utili soprattutto per le PMI.

La disciplina delineata dal regolamento, infatti, introduce obblighi e procedure complesse che presumono una struttura organizzativa a sua volta complessa e costosa, determinando un problema di sostenibilità economica del progetto stesso.

La complessità e i costi di gestione che ne derivano comporterebbe la necessità di applicare elevate commissioni di accesso, contrariamente a quanto auspicato da Confindustria che invece immagina un sistema di costi agile e non eccessivamente oneroso per la start up, articolato in commissioni *una tantum* e di importo molto contenuto per la pre-selezione (da pagare nel momento in cui il progetto viene sottoposto alla valutazione del gestore) e per l'inserimento della start up sul portale (dopo la pre-selezione) e di una commissione variabile, una “*success fee*”, da definire come percentuale del capitale raccolto.

Va peraltro considerato che il contenimento dei costi di accesso al portale è fondamentale per favorire la presentazione di offerte. Se infatti i costi di accesso al portale diventano elevati, la

start up non avrà più convenienza a immettere la propria offerta sul portale e non potrà che rivolgersi ai canali tradizionali di finanziamento.

Esaminando più in dettaglio il regolamento, emergono una serie di obblighi e adempimenti molto onerosi che rendono difficile l'avvio dell'attività e che al tempo stesso non incrementano la tutela dell'investitore.

Si possono citare ad esempio gli elevati requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo (art. 10) che delimitano fortemente il numero di soggetti potenzialmente in grado di assumere tali posizioni nelle imprese di gestione. Non vi è dubbio che per la valutazione di start up siano necessarie competenze molto specifiche che possano analizzare tecnicamente l'innovazione proposta e gli aspetti economico-finanziari.

Tuttavia va rilevato che tali competenze non devono necessariamente essere presenti all'interno del soggetto gestore. Queste possono essere acquisite all'esterno di volta in volta e a seconda dell'innovazione proposta, procedura che consente una semplificazione dei suddetti requisiti. In questo senso, si condivide la decisione di far allegare alla domanda di iscrizione al registro una relazione sulla struttura organizzativa, compreso l'eventuale affidamento a soggetti esterni di funzioni operative essenziali (art. 7, comma 1).

Con riferimento alle regole di condotta, è condivisibile l'indicazione dell'art. 14, comma 1, che pone l'accento sui conflitti di interesse che possono insorgere nello svolgimento dell'attività e si apprezza il rilievo dato all'informazione che il gestore deve mettere a disposizione degli investitori (comma 2). In proposito, occorrerebbe però chiarire che il gestore deve trasferire con correttezza e chiarezza le informazioni ricevute dall'emittente e che per il gestore non c'è l'obbligo di dare ulteriori informazioni rispetto a quelle già fornite dall'emittente.

L'informazione più importante che il gestore deve dare consiste nell'allertare l'investitore sui rischi dell'investimento. Quindi è fondamentale la chiarezza dei *disclaimer* che, riprendendo le previsioni dell'art. 16, devono dire esplicitamente che l'investimento in start-up è naturalmente ad alto rischio e che eventuali utili potrebbero arrivare a distanza di anni. Ciò che va chiarito è che non c'è nessuna tutela dal rischio di insuccesso che è tipico di queste iniziative. Se a queste informazioni viene dato un adeguato rilievo, si potrebbe anche valutare una semplificazione degli obblighi informativi relativi alla gestione del portale previsti dall'art. 15.

Si osserva inoltre che, per quanto siano stringenti gli obblighi a carico dei gestori, il rischio resta e nemmeno l'estensione dei presidi MIFID all'attività di gestione di portali può tutelare l'investitore dal rischio estremo di insuccesso della start up.

In proposito, si ritiene che il rispetto da parte degli intermediari delle regole MIFID riferite alla profilatura del cliente e alla valutazione di adeguatezza/appropriatezza dell'investimento, previsto dall'art. 19, determini un onere eccessivo non solo per l'intermediario, ma anche per l'investitore. Prevedere che il perfezionamento degli ordini avviene solo nel momento in cui si

sia instaurato un rapporto con l'intermediario comporta un adempimento che potrebbe scoraggiare l'investimento stesso soprattutto nel caso si tratti di somme contenute.

Occorrerebbe pertanto valutare qualche forma di semplificazione o anche di esenzione da tale disciplina.

Inoltre, un altro aspetto da considerare riguarda il fatto che se il gestore è un soggetto diverso da una banca o da un'impresa di investimento, gli ordini devono comunque essere trasmessi a banche e imprese di investimento autorizzate ai servizi e ad attività di investimento (art. 18). Questa previsione sommata agli obblighi MIFID pone una serie di questioni su cui sarebbe utile un chiarimento. In particolare, sembrerebbe che il gestore individui a monte le banche e gli intermediari a cui inviare gli ordini. Nessun problema si crea se l'investitore è cliente dell'intermediario individuato dal gestore, ma nel caso in cui non ci sia un rapporto di clientela l'investitore dovrebbe instaurare una nuova relazione con l'intermediario indicato dal gestore. Questo intermediario dovrebbe effettuare la profilatura dell'investitore, con tutti i costi che questo comporta per l'intermediario stesso, anche per investimenti di importo davvero limitato. Il meccanismo appare dunque complesso soprattutto se si considera che potrebbe trattarsi di operazioni di importo molto contenuto: per l'intermediario non si sta delineando un business interessante e per l'investitore si crea una barriera all'investimento che senza dubbio scoraggia il perfezionamento dell'operazione.

Si potrebbe dunque pensare a una soluzione "aperta": il gestore individua le sue banche di riferimento lasciando però la possibilità all'investitore di rivolgersi alla sua banca nel caso in cui offra questo servizio di investimento.

Con riferimento alle condizioni per l'ammissione delle offerte sul portale, il comma 1 dell'art. 26 pone come condizione che almeno il 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali. Tale disposizione dà attuazione all'art. 100 ter, comma 2, del TUF, che però prevede un obbligo di sottoscrizione da parte di investitori professionali o altre categorie di investitori solo nel caso in cui l'offerta non sia riservata esclusivamente a clienti professionali. Il regolamento sembra invece estendere tale obbligo a tutte le offerte, anche a quelle riservate a clienti professionali.

Non condividendo la norma primaria che impone un obbligo di sottoscrizione da parte di investitori professionali nel caso di offerte non riservate a investitori professionali, ancor più non è condivisibile la sua estensione a tutte le offerte.

Si ritiene infatti che la creazione di portali per la raccolta di *equity* risponda alla necessità delle start up di finanziarsi al di fuori dei canali tradizionali. La disposizione dell'art. 100 ter impone invece alle start up di dover comunque sottostare a una *due diligence* da parte di un investitore professionale, limitando così la possibilità di accedere a un portale.

L'art. 26 del regolamento rafforza tale vincolo estendendolo anche alle offerte riservate a investitori professionali che, peraltro, dovrebbero effettuare una *due diligence* sulla start up -

processo difficile e costoso – per poi investire in somme non necessariamente rilevanti. Si pensi, ad esempio, a un'offerta di 100.000 euro: l'intervento minimo dell'investitore professionale ammonterebbe a 5.000 euro.

Va rilevato inoltre che, trattandosi per definizione di investimenti ad alto rischio, la sottoscrizione di una quota dell'offerta da parte di un investitore professionale non rappresenta una garanzia per l'investitore che, in caso di insuccesso, subirebbe comunque una perdita.

Infine, l'articolo 26, comma 1, lettera b della bozza di regolamento prevede, come ulteriore condizione per le offerte sul portale, l'obbligo per le start up innovative di inserire nei propri statuti e atti costitutivi le clausole convenzionali di recesso ovvero di *tag along*, al fine di garantire all'investitore una *way out* nel caso in cui i soci di controllo cedano le proprie partecipazioni a terzi in un momento successivo all'offerta.

La previsione rischia di comprimere l'autonomia statutaria degli emittenti, eliminando un potenziale fattore di concorrenza tra le stesse start up. Infatti, la previsione di clausole di *way out* e la definizione del loro contenuto dovrebbero essere rimesse alla discrezionalità delle singole società, così da consentire loro di servirsene per differenziale la propria offerta e renderla maggiormente "attraente" per gli investitori non professionali.

Tuttavia, si comprende la *ratio* di tutela degli investitori non professionali sottesa alla previsione.

Pertanto, anche in un'ottica di certezza giuridica, una possibile soluzione potrebbe essere di precisare che l'obbligo di integrazione dello statuto mediante le clausole in questione sia da riferire alle sole ipotesi in cui le partecipazioni cedute corrispondano al 50%+1 del capitale. Verrebbe così adottato un criterio certo per definire i casi di mutamento della compagine di controllo, ferma restando, chiaramente, la facoltà delle singole società di estendere l'operatività di tali clausole ad ulteriori ipotesi considerate rilevanti.