

Position Paper FederCASse

Documento di consultazione Regolamento in materia di "raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on-line*".

1. Premessa

Con il Documento in consultazione (di seguito anche Regolamento) e i relativi allegati vengono illustrate le ipotesi regolamentari relative alla nuova disciplina in materia di "equity crowdfunding", introdotta dal Decreto Legge n. 179 del 18 ottobre 2012 (c.d. "decreto crescita bis") convertito, con modificazioni, nella Legge n. 122 del 17 dicembre 2012.

Tra le diverse novità introdotte, il legislatore primario ha apportato anche alcune modifiche al D.Lgs. n. 58/98 (Testo Unico Finanza – TUF) inserendo delle disposizioni volte a consentire alle *start-up* innovative¹ di effettuare offerte di capitali di rischio attraverso portali *on line*, finalizzate alla sottoscrizione di strumenti partecipativi². Le previsioni introdotte hanno il duplice obiettivo di: 1) facilitare l'accesso al capitale per tutte le *start-up* innovative, creando però un "ambiente affidabile" in grado di generare fiducia negli investitori; 2) incentivare l'investimento nel capitale di *start-up* innovative anche da parte di investitori non professionali, individuando strumenti di tutela tali da consentire a questi ultimi di assumere consapevoli scelte di investimento.

A tal fine, la Consob è chiamata a dettare, alla luce delle deleghe contenute nell'art. 30 del decreto citato, le regole concernenti due aspetti:

- 1) la gestione di portali per la raccolta di capitali per le "start-up innovative" (art. 50-*quinquies* del TUF);
- 2) le offerte attraverso portali per la raccolta di capitali (art. 100-*ter* del TUF).

A tale riguardo, in via preliminare, la scrivente FederCASse, nel manifestare il suo apprezzamento per le modalità di consultazione adottate con riferimento alla materia in oggetto, ringrazia altresì per la possibilità di esprimere opinioni e commenti sul tema. FederCASse intende, altresì, sottolineare l'intensa attività condotta dalla Consob per dar seguito all'obiettivo "sfidante" che il legislatore italiano le ha assegnato, essendo la prima Autorità di Controllo, a livello Europeo, chiamata ad emanare disposizioni di attuazione applicabili alla fattispecie in parola.

Ciò posto, al fine di offrire un contributo alla consultazione, con specifico riferimento alla prospettiva delle Banche di Credito Cooperativo - Casse Rurali (BCC-CR), si formulano le seguenti osservazioni che la scrivente FederCASse sottopone all'attenzione di codesta Autorità di Controllo.

Preliminarmente, e ferme restando le osservazioni che saranno svolte nel prosieguo, sembra opportuno suggerire che la disciplina proposta valorizzi, laddove possibile, il principio di proporzionalità (art. 23, l.

1 A contenuto tecnologico o a vocazione sociale.

2 Ivi incluse le quote di s.r.l.

262/05) che, ad avviso della scrivente Federazione Italiana, potrebbe utilmente mitigare per banche di piccola dimensione e limitata complessità operativa taluni oneri derivanti dall'applicazione indifferenziata del Regolamento, consentendo comunque di realizzare efficacemente gli obiettivi dello stesso.

Come noto, il legislatore primario ha riservato lo svolgimento dell'attività di gestione di portali *on line* per la raccolta di capitali per le *start-up* innovative "alle imprese di investimento e alle banche autorizzate ai relativi servizi di investimento nonché ai soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche e imprese di investimento" (art. 50-*quinquies*, comma 2, del TUF). La norma sembra, pertanto, aver individuato due categorie di soggetti cui riservare l'attività di gestione: da una parte, le SIM e le Banche, a condizione che esse siano autorizzate ai relativi servizi di investimento (c.d. "gestori di diritto"), dall'altra, i soggetti iscritti nell'apposito registro tenuto dalla Consob (c.d. gestori da autorizzare). Poiché le disposizioni contenute nello schema di Regolamento in parola si rivolgono, prevalentemente, alla seconda categoria di soggetti - in quanto attraverso il documento posto in consultazione, vengono definite, tra l'altro, le previsioni regolamentari che disciplinano l'attività di gestione di un portale, con particolare riguardo alla formazione del registro, ai requisiti da possedere ai fini dell'iscrizione in esso, nonché le regole di condotta che i gestori di portali devono rispettare nel rapporto con gli investitori non professionali - si è in attesa di apprendere quali siano le disposizioni speciali a contenuto informativo, individuate in esso, che verranno estese anche all'attività di gestione di portali esercitata da Banche e da SIM. In proposito, si auspica che le modalità che si andranno ad individuare per renderle note agli operatori del mercato siano tali da consentire a questi ultimi di poter esprimere le proprie opinioni e commenti.

Ciò posto, si precisa che le osservazioni svolte seguono la ripartizione del testo del Regolamento proposto.

Parte I - Disposizioni generali

Nel merito, si condivide, in via generale, l'impianto del Regolamento proposto e l'esigenza di adottare un **autonomo Regolamento** che contenga tutte le disposizioni relative alla disciplina del fenomeno in questione. Tale scelta è da ricollegare, come precisato, sia al fatto che l'art. 50 *quinquies*, comma 5, del TUF, ha espressamente individuato tale tipologia di atto con cui la Consob deve definire i principi e i criteri inerenti la disciplina della gestione dei portali, sia alla circostanza che il fenomeno oggetto di disciplina presenta delle caratteristiche strutturali e funzionali del tutto peculiari. Da qui discende anche l'esigenza di individuare apposite nozioni valide ai soli fini di tale disciplina. Al riguardo, si propone di integrare l'articolo 2 relativo alle definizioni con la nozione di "**tecniche multimediali**", concetto, questo, più volte richiamato nell'ambito delle regole di condotta, per individuare le possibili modalità da utilizzare per presentare le informazioni da fornire agli investitori *retail*. Inoltre, si richiama l'attenzione sull'opportunità di inserire, nel medesimo articolo, anche una nozione di "**funzioni operative essenziali**" che il potenziale gestore di un portale deve illustrare nella domanda da presentare per l'iscrizione nel registro tenuto dalla Consob, nel caso in cui le stesse siano state affidate a terzi (art. 7, comma 1).

Parte II - Registro e disciplina dei gestori dei portali

Si condivide la proposta di prevedere l'istituzione di una **sezione speciale** del registro Consob nella quale annotare i cc.dd. "gestori di diritto" (art. 4, comma 3). L'opzione regolamentare, così come formulata, solleva però dubbi interpretativi sulla obbligatorietà per le Banche e SIM di comunicare alla Consob lo svolgimento dell'attività di gestione di un portale. La disposizione infatti stabilisce che "Al registro è annessa una sezione speciale ove sono annotate le imprese di investimento e le banche

autorizzate ai relativi servizi di investimento che comunicano alla Consob lo svolgimento dell'attività di gestione di un portale secondo quanto previsto dall'Allegato 1". Tale formulazione sembrerebbe prevedere l'annotazione nella sezione speciale del registro soltanto per quelle Banche e SIM che hanno deciso di effettuare la relativa comunicazione alla Consob, senza che però sussista un obbligo in tal senso.

Viceversa, nell'ipotesi in cui tale comunicazione sia obbligatoria ci si interroga, inoltre, su quale sia la conseguenza giuridica in cui incorrerebbe una Banca qualora svolgesse l'attività di gestione di un portale – attività ad essa riservata per legge – senza averlo comunicato alla Consob.

Infine, si chiede a codesta Autorità di **confermare che l'annotazione nella sezione speciale dei cc.dd. "gestori di diritto"**, assolvendo ad una mera efficacia di pubblicità notizia e di certificazione anagrafica, **avviene senza alcun onere per gli stessi.**

Si esprime, inoltre, apprezzamento per il modo in cui si è cercato di conciliare l'esigenza di consentire a soggetti diversi dalle Banche e SIM la possibilità di offrire al pubblico, mediante portali *on line*, la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi da *start-up* innovative (ampliando in tal modo la dimensione, potenziale, del mercato dei gestori di portali), con l'esigenza di individuare adeguate tutele per gli investitori (soprattutto non professionali) che decidessero di investire propri risparmi in offerte della specie.

Con l'introduzione di questa nuova modalità di raccolta, gli investitori potranno, quindi, sottoscrivere strumenti finanziari potenzialmente rischiosi (in quanto emessi da nuove imprese) relativi a progetti imprenditoriali di un settore (quello delle tecnologie innovative) particolarmente incerto, promossi per il tramite di soggetti (quali i gestori "da autorizzare") che, a differenza dei cc.dd. "gestori di diritto", sono esentati dalla disciplina relativa allo svolgimento dei servizi di investimento (Parte II, Titolo II, Capo II, artt. da 21 a 25 *bis* e art. 32 del TUF). Sono pertanto condivisibili le preoccupazioni dell'Autorità legate alla necessità di assicurare idonee tutele agli investitori *retail*, per metterli nelle condizioni di assumere consapevoli scelte di investimento; è altrettanto apprezzabile lo sforzo fatto per cercare di ricondurre ad unità la disciplina dell'*equity crowdfunding* nell'ambito delle regole di derivazione MiFID (direttiva n. 39/2004/CE), in modo da assicurare agli investitori (soprattutto quelli non professionali) tutele sostanzialmente analoghe a prescindere dalla natura giuridica del soggetto che gestisce il portale.

Tutto ciò premesso, sembra tuttavia alla scrivente che **l'applicazione dei presidi e delle tutele MiFID possa disincentivare il ricorso a tale innovativo strumento.** Al riguardo si ritiene che un ragionevole punto di equilibrio tra le citate necessità di tutela e l'esigenza di promuovere la diffusione dello strumento del *crowdfunding* possa trovarsi nel determinare **una soglia di esenzione dagli obblighi MiFID non solo a favore dei gestori di portali iscritti nel registro tenuto dalla Consob ma anche a favore delle Banche e delle SIM, sia in qualità di gestori di "diritto" che di destinatari dell'ordine di sottoscrizione trasmessogli dal gestore iscritto al registro.**

Tale soglia, al di sotto della quale le regole MiFID non troverebbero applicazione, potrebbe stabilirsi in 5.000/10.000 euro, su base annua cumulata, per ciascun investitore persona fisica, 50.000/100.000 per persona giuridica. Qualora invece l'investimento sia di importo superiore, l'operazione verrebbe ad essere eseguita nel rispetto delle regole di condotta previste dal TUF e dalla relativa disciplina di attuazione.

In alternativa, si propone di valutare una opzione regolamentare che consenta agli investitori di poter richiedere all'intermediario, che raccoglie l'ordine di sottoscrizione tramite portale ovvero riceve l'ordine

trasmesso dal gestore, di avvalersi della modalità "execution only" per gli investimenti contenuti entro una certa soglia. Come noto tale modalità, disciplinata dagli artt. 43 e 44 del Regolamento Intermediari, consente all'intermediario di eseguire l'ordine senza dover fare la valutazione di appropriatezza dell'operazione richiesta e, conseguentemente, senza dover chiedere alcuna informazione al cliente. Restano comunque fermi gli altri obblighi quali quello di informare chiaramente l'investitore che in tal modo non beneficerà delle tutele offerte dalla valutazione di appropriatezza, e di rispettare le regole in materia di conflitti di interesse.

Visto che la fattispecie oggetto di disciplina consente alle start-up innovative di raccogliere capitali di rischio per il tramite della rete internet, il ricorso all'operatività in "execution only" sembra porsi in termini di maggiore coerenza con il complessivo svolgimento dell'attività. Inoltre, adottando tale modalità operativa, non verrebbe vanificata la scelta del legislatore di ricondurre l'attività svolta dal soggetto abilitato nell'ambito dei servizi di investimento, in quanto il perfezionamento dell'ordine di sottoscrizione si fonderebbe sempre sulla base di un contratto per la prestazione dei servizi di investimento. E' ragionevole presumere che tale operatività, proprio per le sue caratteristiche – limitato al canale "internet" - e per le agevolazioni ad essa riconosciute dalla normativa, possa rappresentare la modalità privilegiata per far sviluppare l'*equity crowdfunding*, consentendo ad un pubblico più vasto di avvicinarsi al fenomeno in parola, rispetto a quello che si potrebbe interessare all'*equity crowdfunding* se si optasse per la soluzione regolamentare prospettata.

Con riguardo all'obbligo dei gestori iscritti al registro di trasmettere gli ordini relativi alla sottoscrizione e alla compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a Banche e a SIM, si chiede di precisare se la scelta dell'individuazione della banca presso la quale trasmettere gli ordini sia di competenza del gestore oppure sia riservata all'investitore. La formulazione del comma 2 dell'art. 16 proposto, secondo la quale il gestore è tenuto ad informare l'investitore del fatto che gli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari raccolti tramite portale saranno trasmessi a una banca o impresa di investimento che ne curerà il perfezionamento, non risulta del tutto chiara sul punto. Se la scelta dell'individuazione della banca è rimessa alla discrezionalità del gestore, si corre il rischio di far gravare sull'investitore l'onere di dover aprire un nuovo rapporto bancario presso un nuovo intermediario; viceversa, la soluzione di riservare all'investitore l'individuazione della banca presso la quale rivolgersi per il perfezionamento dell'ordine di sottoscrizione, consentirebbe all'investitore stesso di avvalersi della banca in cui ha già rapporti in essere, agevolando peraltro l'attività dell'intermediario grazie a quella serie di informazioni che esso già detiene in relazione a precedenti rapporti intrattenuti con l'investitore. Alla luce di tali considerazioni, **si suggerisce di riservare all'investitore l'onere di individuare la Banca o la SIM presso la quale il gestore sarà tenuto a trasmettere l'ordine di sottoscrizione.**

Inoltre, l'art. 50 *quinquies*, comma 5, lett. d) del TUF attribuisce alla Consob il compito di definire, con regolamento, le regole di condotta che i gestori di portali devono rispettare nel rapporto con gli investitori – essendo stati esentati dalla disciplina relativa allo svolgimento dei servizi di investimento MiFID – nonché di prevedere nel medesimo regolamento un regime semplificato per i clienti professionali. Al riguardo **si chiede a codesta Autorità di confermare che il "regime semplificato" che i gestori dei portali sono tenuti ad applicare nei confronti dei clienti professionali è quello già contenuto nelle regole di condotta individuate nel Regolamento oggetto di consultazione**, salvo le disposizioni rivolte espressamente agli "investitori diversi dagli investitori professionali"(artt. 14, comma 3, 16, commi 1 e 3)

Sempre con riferimento alle regole di condotta, è stato precisato al paragrafo 3.2., pag. 8, del testo di accompagnamento al Regolamento in consultazione, che "si è scelto di costruire la tutela dell'investitore – non professionale – su tre diversi livelli di informativa cui lo stesso deve accedere prima di poter aderire alle singole offerte di capitale". Tali informazioni riguardano: a) la natura dell'attività svolta dal

portale (art. 15); b) le caratteristiche e le rischiosità degli investimenti in strumenti finanziari emessi da *start-up* innovative, oggetto delle offerte tramite portale (art. 16) nonché c) le specifiche caratteristiche di ciascuna offerta (art. 17). In altri termini, la Consob ha *“ritenuto opportuno prevedere che l'investitore (retail) possa accedere alla sezione del portale ove è possibile aderire alle singole offerte solo se dia prova di aver preso visione della informativa fornita dal gestore e di averne compreso i tratti essenziali (tramite questionario)”*. Dal momento che la previsione relativa al suddetto questionario è stata inserita alla fine delle informazioni relative all'investimento in *start-up* innovative (art. 16, comma 3), si chiede di confermare che **l'informativa che il gestore è tenuto a fornire e, dunque, il relativo questionario, si fondano soltanto sulle informazioni di cui agli artt. 15 e 16 del Regolamento proposto.**

Con specifico riferimento alle informazioni relative alla gestione del portale (art. 15), si propone di rendere più definiti i confini dei servizi c.d. a “valore aggiunto” che il gestore di un portale può svolgere. Dall'analisi dell'intera documentazione proposta, non è infatti del tutto chiaro quali siano le “ulteriori e diverse” attività che il gestore di un portale è tenuto a svolgere rispetto a quelle che, invece, può eventualmente fornire agli investitori. Dalla lettura dello schema di relazione sull'attività di impresa e sulla struttura organizzativa (Allegato 2) sembra emergere che le attività relative alle *“modalità per la selezione delle offerte da presentare sul portale e/o l'affidamento di tali attività a terzi”* nonché *“le modalità di pubblicazione delle informazioni periodiche sui traguardi intermedi raggiunti dalle start-up innovative i cui strumenti finanziari sono offerti sul portale e dei report periodici sull'andamento degli stessi eventualmente disposti a favore degli investitori”* sono obbligatorie mentre le restanti attività contenute nella sezione A) del predetto Allegato 2 sono meramente eventuali. Se tale interpretazione è corretta, **si propone di inserire le due tipologie di attività sopra richiamate nell'ambito dell'art. 15, in modo da consentire all'investitore di essere adeguatamente informato sulle attività che il gestore è tenuto a prestare.** Inoltre, si suggerisce di valutare l'opportunità di introdurre, nel medesimo articolo, l'informazione di chi ha svolto la valutazione di fattibilità del progetto, in quanto la professionalità, l'esperienza e la reputazione di tale soggetto sono requisiti “significativi” che possono indurre l'investitore ad aderire ad una determinata offerta.

Infine, si chiede a codesta Autorità di confermare che le informazioni di cui alla lettera m), dell'art. 15, relative alle *“iniziative che il gestore si riserva di adottare nei confronti degli emittenti in caso di inosservanza delle regole di funzionamento del portale”*, sono quelle concernenti i casi di discontinuità operativa di durata superiore a ventiquattrore (art. 20, comma 3).

In merito alle informazioni relative alle singole offerte (art. 17), è stato previsto che il gestore è tenuto a pubblicare sul portale le informazioni contenute nel modello standardizzato di scheda sintetica di cui all'Allegato 3 al Regolamento e ad aggiornare le stesse, senza indugio, in caso di variazioni intervenute o errori materiali rilevati nel corso dell'offerta. Peraltro, la norma in parola precisa che ogni aggiornamento deve essere *“contestualmente”* portato a conoscenza dei soggetti che hanno aderito all'offerta senza però stabilire con quale modalità. Al riguardo, si ritiene che il ricorso all'avverbio “contestualmente” faccia propendere per una modalità informatica, collegata al portale, e pertanto, **si chiede di confermare che i soggetti che hanno aderito all'offerta possano essere aggiornati mediante la pubblicazione sul portale delle eventuali novità intervenute in corso di offerta.** Infine, sempre con riferimento alle informazioni relative alle singole offerte, si richiama l'attenzione di codesta Autorità sull'opportunità di **inserire nel modello di scheda sintetica di cui all'Allegato 3 anche il riferimento alla legge applicabile e al foro competente, nonché la lingua o le lingue in cui sono comunicate le informazioni relative all'offerta.**

Come noto, la disciplina relativa alle offerte attraverso portali presuppone che una quota di strumenti finanziari oggetto di offerta sia riservata a investitori professionali o a particolari categorie di investitori, individuate dalla Consob, laddove l'offerta non sia destinata esclusivamente agli investitori professionali (art. 100-ter del TUF). Sul punto, si condivide l'individuazione del 5% della totalità dell'offerta come percentuale di investimento richiesta agli investitori professionali. La sottoscrizione da parte di soggetti professionali di tale quota dovrebbe contribuire ad aumentare la fiducia nell'investimento, consentendo al risparmiatore *retail* di beneficiare dell'attività di *due diligence* svolta in maniera professionale da soggetti più esperti.

Da ultimo, si chiede di valutare l'opportunità di **inserire, nel modello di scheda sintetica di cui all'Allegato 3**, le precisazioni contenute nel commento dell'art. 27 nella parte in cui si richiama la necessità di indicare nella scheda sintetica ***“la data in cui verrà effettuato l'addebito dei fondi sui conti dei sottoscrittori, addebito la cui valuta non dovrebbe comunque essere anteriore alla data di effettiva sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti”***. Ritenendo particolarmente significative tali indicazioni, si suggerisce di prevedere nel modello di scheda sintetica una nota che riproduca le stesse avvertenze in modo da non relegare le precisazioni in parola ad un commento di un articolo, con il fondato rischio che le stesse possano essere disattese.


Sergio Gatti
(Direttore Generale)