

**OSSERVAZIONI ALLA BOZZA DEL TESTO DEL REGOLAMENTO
IN MATERIA DI RACCOLTA DI CAPITALI DA PARTE DELLE START UP INNOVATIVE**

Art. 2 (Definizioni)

La definizione alla lettera d) "portale" andrebbe modificata come segue:

*la piattaforma on line che ha come finalità esclusiva la facilitazione **delle offerte finalizzate** alla raccolta di capitale di rischio da parte delle start-up innovative [...]*

La definizione alla lettera g) "offerta" andrebbe modificata come segue:

*l'offerta al pubblico condotta esclusivamente attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali, avente ad oggetto la **raccolta delle** sottoscrizioni di strumenti finanziari emessi da start-up innovative [...]*

Articolo 10 (Requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo)

Alla lettera b) del comma 2, potrebbe essere aggiunto anche il riferimento alle: *attività professionali in materia attinente al settore legale.*

Articolo 14 (Obblighi di correttezza)

Al comma 2 del presente articolo si precisa che: *"il gestore fornisce agli investitori, in forma comprensibile, informazioni corrette, chiare e non fuorvianti in merito all'offerta [...]".* Premesso che si auspica che sia proprio la reputazione che il gestore del portale saprà creare con il tempo a creare il rapporto di fiducia necessario perché il singolo investitore decida di aderire all'offerta, si chiede cosa significhi l'inciso **"informazioni corrette"**.

Significa che spetta al gestore compiere un'attività di *due diligence* sulle informazioni rese disponibili dalla *start up* innovativa e che si assume la responsabilità della loro correttezza nei confronti degli investitori?

O significa solamente che il gestore non deve modificare il contenuto delle informazioni ricevute?

Se la risposta è quella del primo caso, la disposizione potrebbe rendere molto difficile lo svolgimento dell'attività da parte del gestore che risulterebbe, in ultima analisi, sempre il responsabile della mancata correttezza delle informazioni, ovvero costringerebbe quest'ultimo a dover svolgere un'accurata *due diligence* sui dati relativi ad ogni offerta promossa con un aumento dei costi connessi alla gestione del portale che finirebbero per ripercuotersi sulla *start up* se non sugli investitori.

Se la risposta è invece quella del secondo caso forse sarebbe opportuno modificare tale comma 2 come segue:

*"il gestore fornisce agli investitori, in forma comprensibile, **tutte le informazioni inerenti all'offerta che sono state allo stesso rese disponibili dall'emittente, in maniera chiara, dettagliata e non fuorviante e senza alcuna omissione**, affinché gli stessi possano **compiutamente** comprendere la natura dell'investimento, [...]"*

Articolo 16 (informazioni relative all'investimento in start up innovative) e Articolo 18 (Gestione degli ordini degli investitori)

Si prende spunto dall'articolo in questione per esprimere una critica generale all'impianto del regolamento laddove, nel rispetto del disposto dell'articolo 50-quinquies, prevede che il gestore debba informare l'investitore che l'ordine di sottoscrizione degli strumenti finanziari è trasmesso ad un intermediario autorizzato che ne cura il perfezionamento sulla base di un contratto stipulato con l'investitore.

L'investitore si troverà nella condizione di non poter scegliere l'intermediario finanziario, di dover obbligatoriamente instaurare un rapporto contrattuale con lo stesso, di dover sostenere il costo delle prestazioni dallo stesso fornite, in un contesto quale quello del funzionamento del *crowd funding* che funziona sul presupposto della raccolta di importi modesti versati da una molteplicità di piccoli investitori in tempi ragionevolmente predefiniti (i quali non sono richiesti di pagare alcuna commissione o onere per il loro investimento).

Una tale rigida impostazione finirà, molto probabilmente, per rendere del tutto irrealizzabile lo sviluppo di investimenti di questa natura.

Articolo 26 (Condizioni per l'ammissione delle offerte sul portale)

La condizione di cui all'articolo in questione appare francamente inutile oltretutto poco realizzabile. In primis non si comprende perché le fondazioni bancarie potrebbero essere interessate ad investire in siffatte entità che, per le loro dimensioni, sono normalmente supportate da Venture Capitalists, Business Angels, ovvero, negli altri paesi del mondo, da efficienti e già collaudati sistemi di equity based crowd funding.

Rimangono quindi solo le società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo; e perché non tutti gli altri investitori qualificati come professionali o istituzionali?

Il 5% rappresenterebbe poi un investimento variabile tra un minimo di 5.000,00 euro ed un massimo di 50.000,00 euro (come rilevato dal questionario CONSOB), per raccolte comprese tra i 100.000,00 euro e 1 ml di euro, e in mancanza di un investitore disponibile neppure è possibile avviare l'offerta!

Nessun investitore istituzionale farà attività di *due diligence* che, da sole avrebbero un costo pari o addirittura superiore a quello dell'investimento pari al 5% e quindi è impensabile che da tale investimento derivi una forma di tutela per il piccolo investitore.

Non solo ma la logica del *crowd funding* è proprio quella di rendere disponibili a tutti gli interessati tutti i documenti concernenti l'offerta e la start up in modo che ciascuno possa operare autonomamente la propria valutazione dell'investimento.

Nel caso l'investitore istituzionale abbia sottoscritto il 5% dell'offerta sarà quindi costretto a rendere disponibili, sul portale, le risultanze delle *due diligence* effettuate in proprio o tramite i suoi consulenti? E gli investitori potranno fare affidamento sulle stesse? Se così non fosse non si comprenderebbe affatto la logica della norma di legge (che in effetti è incomprensibile in quanto snatura completamente che la materia che pretende di regolare) così come del regolamento in corso di adozione.

Temiamo che anche questa disposizione, così come quella adottata per la raccolta degli ordini di sottoscrizione, abbia l'effetto di impedire perfino la nascita di un potenziale mercato per le start up innovative.

Se proprio una norma del genere deve essere inserita nel regolamento, sarebbe assolutamente necessario ed opportuno:

- ridurre all'1% la richiesta di tale impegno,
- prevedere che tale sottoscrizione abbia natura di condizione risolutiva, in modo che l'investitore possa essere contattato quando la raccolta ha avuto esito sostanzialmente positivo, secondo il giudizio degli investitori

per evitare che abbia l'effetto di stroncare il *crowd funding* per le start up innovative, ancora prima che sia nato.

Infine, a parere dello scrivente e salvo miglior verifica nel regolamento non si rinvergono norme che dovrebbero disciplinare due aspetti fondamentali del funzionamento dei portali:

- in primis si dovrebbe prevedere, in tema di raccolta degli ordini di sottoscrizione, un coordinamento tra le regole previste per la raccolta (nei casi in cui l'offerta richiede il raggiungimento di un ammontare minimo di sottoscrizioni, in un determinato periodo di tempo) e i rapporti che dovranno essere instaurati tra investitore e intermediario finanziario autorizzato alla raccolta degli stessi, posto che è invece il gestore del portale che determinerà, d'accordo con l'emittente, tali condizioni;

- non sembra poi prevista una specifica disciplina della informativa che il gestore deve fornire a tutti gli investitori, tramite il portale, nel corso della vita dell'investimento, una volta che l'offerta si sia conclusa positivamente; a tale fine sembrerebbe opportuno prevedere un impegno del gestore a fornire agli investitori un set minimo di aggiornamenti sull'emittente, con cadenza annuale, tra i quali dovrebbero essere compresi:
 - (i) il bilancio di esercizio approvato e relativa documentazione (non appena depositato in camera di commercio)
 - (ii) una specifica relazione sui fatti più importanti che hanno caratterizzato la gestione dell'anno trascorso (contestualmente al bilancio)
 - (iii) un resoconto degli amministratori in merito ai risultati raggiunti dalla società, in relazione a quanto indicato nel *business plan* predisposto per l'offerta (entro 60 giorni dalla chiusura dell'esercizio)
 - (iv) la copia dei verbali di tutte le assemblee dei soci insieme ai relativi allegati (entro 60 giorni dalla data di adozione)
 - (v) l'indicazione della possibilità di esercitare il diritto di covendita delle partecipazioni detenute, tempestivamente.

Questa attività di informazione appare particolarmente importante per consentire ai singoli investitori di non essere tagliati fuori da quel flusso minimo di informazioni che consenta loro di avere una ragionevole idea di come sta operando l'emittente nel corso del tempo.

Per tale ragione la CONSOB dovrebbe inoltre prevedere nel regolamento il diritto di applicare specifiche sanzioni nei confronti degli organi sociali delle società che non forniscano al gestore del portale tali informazioni nel rispetto dei termini stabiliti dal gestore o dal regolamento (non invece contro la società perché il danno economico, in ultima analisi, colpirebbe proprio gli investitori).