

Spett.le
CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via GB Martini, 3
00198 - Roma

Invio a mezzo SIPE

Oggetto: Osservazioni al documento di consultazione denominato “Regolamento in materia di Raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on line” del 29 marzo 2013 (di seguito anche “Il Regolamento”).

Premessa

Unicasim desidera ringraziare l’Autorità per l’opportunità di poter fornire le proprie osservazioni al documento di consultazione di cui all’oggetto.

Le osservazioni che seguono hanno la finalità di fornire, per quanto possibile, un contributo soprattutto in relazione all’esperienza operativa “sul campo” tipica di un intermediario finanziario vigilato, cercando dunque di immaginare i risvolti pratici e le situazioni concrete che la portata normativa potrà dispiegare dopo la sua approvazione.

Giova peraltro puntualizzare che proprio in funzione del proprio *status* di soggetto vigilato, la scrivente è elettivamente vicina alla regolamentazione che disciplini il rapporto con il risparmiatore, che tuteli quest’ultimo e che, cosa non meno importante, eviti arbitraggi normativi.

Anche per questi motivi, l’impianto macro del regolamento appare alla scrivente come del tutto compatibile con un corretto *trade off* tra sviluppo del mercato e tutela dei risparmiatori anche se vista da taluni come molto precettiva a scapito delle *start-up*. Non vanno dimenticati infine, a parere della scrivente, i rischi di procedura d’infrazione per lo Stato italiano, ove fosse violata *tout court* la vigente normativa UE in tema di sollecitazione del risparmio e di prestazione dei servizi di investimento.

Per ulteriore trasparenza la scrivente segnala di aver fornito il proprio contributo anche al documento edito da Assosim sul medesimo argomento il quale però, dovendo sintetizzare molteplici opinioni degli associati, ha spinto Unicasim ad elaborare un proprio documento, con un *focus* maggiore su talune aree di valutazione.

Si tralascia ogni altra considerazione relativa alla possibilità di estendere il Regolamento anche alle *start-up* “non” innovative, (concetto in linea di principio condiviso dalla scrivente), materia questa pacificamente di pertinenza del Legislatore e non del Regolatore.

Osservazioni di carattere generale sul Regolamento.

La scrivente ritiene opportuno sottoporre all’attenzione della Spett.le Autorità le seguenti considerazioni di carattere generale, all’impianto normativo:

1. Applicazione effettiva dei livelli di tutela MiFid a vantaggio dei risparmiatori “retail”.

Al Titolo III del Regolamento – Regole di condotta (art. 14 comma 3) si cita il richiamo alla verifica da parte del gestore, delle “*disponibilità finanziarie*” dell’investitore.

Si ritiene opportuno evidenziare che, ai sensi del TUF, nella prestazione dei servizi di investimento, il regime di “*adeguatezza*”, più incisivo rispetto a quello dell’“*appropriatezza*”, (entrambi gli istituti richiamati nel *corpus* del Regolamento al quarto cpv delle “note a corredo dell’art 19”), prevede specificamente che il “test” prenda in esame, per soggetti investitori appartenenti alla classe “retail”, la verifica non solo della **conoscenza** ed **esperienza** dell’investitore su un determinato strumento



finanziario (base del test di appropriatezza), ma anche della “situazione finanziaria” dell’investitore e dell’ *holding period* dell’investimento (obiettivi dell’investimento).

Ove pertanto nel rapporto con l’investitore si volesse optare (per un investimento in capitali di rischio di start up innovative) per il regime dell’adeguatezza (ivi ricomprendendo dunque l’intero esito del test esteso anche alla situazione finanziaria e agli obiettivi dell’investimento), ci troveremmo in presenza di un’operazione prestata a fronte del servizio di investimento della “consulenza in materia di investimenti”, ai sensi dell’Art. 1 comma 5 lett f) del TUF che, come è noto, viene prestata indifferentemente “ad iniziativa della banca/sim/Promotore” o “su istanza dell’investitore”.

Ora, richiamando la seconda parte del secondo cpv dell’art. 3 dell’art. 14 del Regolamento, vi si legge: “(omissis)...e si astiene [il gestore, ndr] dall’influenzare l’andamento delle adesioni alle singole offerte”.

Questo precetto sembra impedire la possibilità per la banca o per la sim, di proporre di propria iniziativa questo strumento finanziario in regime di consulenza ricorrendo ad una raccomandazione personalizzata in esito al test di adeguatezza, test quest’ultimo più stringente per l’intermediario a tutela dell’investitore retail.

Ciò non sarebbe invece vietato in esito al (solo) test dell’appropriatezza, certamente meno tutelante per l’investitore retail, con il paradossale risultato che l’applicazione di un regime maggiormente tutelante per l’investitore (il test di adeguatezza) sia potenzialmente più rischioso per l’intermediario (rischio legale e/o sanzionatorio), rispetto al meno tutelante regime dell’appropriatezza.

Per converso il regime di mera verifica dell’appropriatezza risulterebbe di fatto incompleto (e non proteggerebbe l’intermediario dai rischi legale e sanzionatorio), ove fosse strettamente applicato senza ricorrere al “test supplementare”, previsto solo dal Regolamento, della verifica della “situazione patrimoniale” del cliente, in ossequio al dettato del regolamento all’Art. 14 comma 3 – 1° cpv, secondo cui “ il gestore ...(omissis...)... richiama altresì l’attenzione degli investitori ... (omissis)... siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie”. (omissis)...

L’osservazione secondo la quale la locuzione “richiamare l’attenzione” sia solo un mero atto informativo all’indirizzo del risparmiatore (magari inserito in un *disclaimer* standardizzato), senza la previsione di un comportamento effettivo dell’intermediario complessivamente conformato alla verifica della reale sostenibilità dell’investimento da parte del risparmiatore, ridurrebbe il precetto ad un mero atto formale, privo della maggior parte dei contenuti sostanziali di tutela richiesti dal regolatore.

2. **Disciplina delle offerte tramite portali.**

Con riferimento alle previsioni di cui alla Parte III – Disciplina delle Offerte tramite Portali, l’Art. 26 (condizioni per l’ammissione delle offerte sul portale), prescrive al comma 1 che: “*Ai fini dell’ammissione dell’offerta sul portale, il gestore verifica:*” (sub a) “*che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali ovvero ... (omissis...)...*”. “*A tali fini l’emittente fornisce al gestore la documentazione relativa alla sottoscrizione della quota riservata agli investitori professionali*”.

A parere della scrivente tale prescrizione, dato l’utilizzo semantico al “tempo passato” (sia stata sottoscritta) e confortata dall’obbligo di esibizione di idonea documentazione *ad hoc* che garantisca l’esito (avvenuto) della sottoscrizione di quota parte dell’offerta da parte di investitori professionali, non tiene in debito conto le seguenti possibili situazioni, differenti da quella in cui una *start-up* si avvicina ai mercati accompagnata da un *incubator* che *ex ante* abbia già manifestato l’interesse a sottoscrivere la quota riservata di capitale:

1. La *start-up* innovativa non possiede alcuna garanzia *ex ante* che degli investitori professionali siano interessati al suo capitale di rischio, a meno che essa non sia già preventivamente in contatto con loro, dunque non può presentarsi ad un portale in fase troppo prodromica nella speranza che la visibilità datale dal portale renda appetibili le proprie azioni/quote ai sottoscrittori (siano essi professionali che non);
2. La *start-up* innovativa, al fine di adeguarsi alla previsione di cui al punto sub a) dell’Art 26 comma 1, in assenza di un “*incubator*” alla fonte, potrebbe di fatto “avventurarsi” in comportamenti prodromici “di ricerca” di investitori (ancorché professionali), cosa che potrebbe involontariamente configurare sollecitazione al di fuori degli schemi normativi. Il tutto al solo

A

- fine di “collocare” il prima possibile ed in via preventiva la quota sotto riserva, per poi potersi presentare ad un portale o ad un intermediario finanziario per la raccolta presso investitori retail;
3. Un investitore professionale che intendesse sottoscrivere il proprio 5% certamente richiederebbe all'emittente una clausola di tutela nel caso in cui il restante 95% non si potesse reperire, in quanto un conto è possedere una partecipazione pari al 5% di un capitale X, un conto è possedere una quota pari al 100% di 1/50 di X. Posto che non necessariamente una sottoscrizione pari al 5% da parte di un investitore professionale sarebbe garanzia di sottoscrizione per l'intero, è di tutta evidenza che il soggetto istituzionale richiederebbe sempre e comunque una clausola di tutela sulla sottoscrizione, di fatto non rendendola liberata ma subordinandola a condizione;
 4. Nella condizione di cui al punto precedente l'emittente si ritroverebbe con un soggetto istituzionale nel capitale, ma senza il corrispettivo interamente liberato e i tempi si dilaterebbero per il doppio *screening* (professionale/retail);
 5. Nelle soluzioni che prevedessero la modalità “*all or nothing*” quanto indicato al punto 3 che precede potrebbe essere ancor più evidente, con aggravio di spese per l'emittente o in alternativa per la filiera di ricerca.

Oltre ad altre possibili limitazioni che qui non si indicano per maggior speditezza dell'esposizione. E' parimenti pacifico che nel momento esatto in cui un investitore retail sottoscrive una quota parte del capitale di rischio di una *start-up* innovativa, sia assolutamente opportuno che l'investitore professionale abbia già acquistato la propria partecipazione prevista dal Regolamento.

A parere della scrivente andrebbe meglio distinto un “*momentum*” terzo, intermedio tra (a) la presentazione “in vetrina” (consultazione dei progetti in area pubblica o riservata) e (c) l'adesione all'offerta (in area privata post identificazione 231/07 et Mifid), posto che tra (a) semplice presa visione del progetto e (c) effettiva adesione all'offerta post adesione degli istituzionali con regolamento del prezzo, ben potrebbe esistere un *momentum* (b) che potremmo chiamare alternativamente (1) “manifestazione di interesse” e cioè (come in un *pre-book*), la semplice comunicazione non impegnativa da confermarsi dopo l'avveramento della condizione (sottoscrizione da parte degli istituzionali) oppure (2) “sottoscrizione soggetta a condizione sospensiva”, che però avrebbe il merito di far conoscere al mercato, in continuo, l'evoluzione dell'interesse verso una determinata *start-up* innovativa che via via si sta formando. A parere della scrivente questo *status* dovrebbe essere gestito in via esclusiva dai portali iscritti alla sezione speciale dell'Albo Consob, al fine di garantire tutti quei presidi di carattere organizzativo, costosi e complessi, che assicurino (a solo titolo di esempio non limitativo né esaustivo) la chiarezza della comunicazione, la parità di trattamento verso la clientela, il rispetto della cronologia nella raccolta e nell'esecuzione degli ordini, la tracciabilità e la conservazione delle relative scritture, gli eventuali comportamenti anomali rilevati dai presidi di controllo (ad es. antiriciclaggio e *market abuse*), eccetera.

Dal punto di vista della comunicazione trasparente verso il pubblico ed il mercato, ad esempio, un “doppio contatore” a scala graduata per ciascun progetto “in vetrina”, compreso (il primo) tra 0-5% (per la quota riservata) e (il secondo) tra 5%-100% (per la quota non riservata), potrebbe assolvere al principio della trasparenza e dell'informativa in continuo verso tutti i *players* coinvolti (emittenti, investitori professionali, investitori retail, pubblico indistinto) fino al raggiungimento di entrambi i *targets*.

Va da sé che nell'assegnazione post manifestazione di interesse, prima andrebbero effettivamente regolate le partite degli investitori professionali, e solo successivamente quelle degli investitori retail seguendo puntualmente l'ordine di presentazione per ciascuna famiglia di investitori, con ciò rispettando, nella sostanza, il precetto normativo.

Altre Osservazioni di carattere generale:

- A) adozione eventuale di semplificazioni procedurali *tout court* per tutti gli investimenti effettuati da investitori diversi dagli investitori professionali, ove questi siano:
 - (1) di ridotto ammontare (ad esempio inferiori a complessivi Euro 2-3.000 per anno solare per tutti gli investimenti di specie), oppure:
 - (2) rappresentino una percentuale irrisoria del patrimonio del cliente (ad es. inferiori all'1% del patrimonio complessivo dichiarato dal sottoscrittore), oppure:
 - (3) rappresentino una percentuale irrisoria del reddito annuo prodotto (ad es. inferiori al 3% del reddito annuo dichiarato dal sottoscrittore), oppure:



- (4) rappresentino una percentuale irrisoria della capacità di risparmio annua dell'investitore (ad es. inferiore al 5% della capacità di risparmio annua dichiarata dall'investitore).
- B)** Adozione eventuale della presunzione favorevole "*all'adeguato rapporto alle disponibilità finanziarie dell'investitore diverso dall'investitore professionale*", nel caso di investimenti rientranti nelle fattispecie di cui al punto A) sub da 1 a 4 che precede.

Osservazioni su specifiche disposizioni del Regolamento.

1. Art. 16 comma 1

Nell'ambito delle informazioni relative all'investimento in *start-up* innovative, sarebbe opportuno inserire la previsione che sia data informazione se la raccolta di capitale di rischio avviene in esclusiva su un solo portale o se è divisa su più portali.

Considerazione: Nell'Allegato 3 (informazioni sulla singola offerta), all'Art. 4 (Informazioni sull'offerta) lettera h), è prevista l'informativa "*sullo svolgimento da parte dell'emittente di offerte aventi il medesimo oggetto su altri portali*". Il dettato normativo sembra voler porre in capo al gestore l'obbligo di informativa sull'esclusiva o meno tramite uno o più portali della singola offerta. Sarebbe più opportuno ed efficace prevedere a carico dell'emittente l'obbligo di comunicare al portale se vi è o meno esclusiva, posto che il portale potrebbe (nonostante la propria diligenza) non essere in grado di fornire dettagliate informazioni e si ritroverebbe in taluni contesti a dover garantire per il fatto del terzo.

2. Art. 19 comma 1

Nell'ambito delle informazioni relative agli *Obblighi in capo alle banche e alle imprese di investimento che ricevono gli ordini dal gestore*, non viene specificamente previsto l'obbligo di stipulare per iscritto un protocollo di intesa o una convenzione che regoli i rapporti e le rispettive aree di responsabilità tra il portale e l'intermediario finanziario.

Stanti gli obblighi in capo agli intermediari (ed ai portali) e la materia delicata (in quanto riconducibile alla prestazione dei servizi di investimento) sarebbe opportuno che fosse prevista la forma scritta almeno *ad probationem* se non addirittura *ad substantiam* del protocollo che regola la convenzione tra il portale e l'intermediario finanziario (con riflessi sull'Art 25 (sanzioni) del regolamento in caso di mancata adozione del documento).

Considerazioni ulteriori: Sull'argomento è opportuno rilevare come l'esecuzione di un ordine relativo a strumenti finanziari debba prevedere necessariamente delle condizioni di esecuzione concordate preventivamente con il gestore del portale. Infatti, in considerazione di una partecipazione non ancora adeguatamente diffusa delle banche e degli intermediari finanziari al sistema di *crow-funding*, potrebbe darsi che la banca o l'impresa di investimento dell'investitore non abbia tutti gli strumenti per una corretta esecuzione degli ordini, sia in termini di esecuzione, sia in termini di assicurare delle condizioni di esecuzione effettivamente vantaggiose per l'investitore.

Augurandosi di poter almeno minimamente contribuire con questo scritto al non agevole compito degli uffici preposti di codesta Autorità, la scrivente ringrazia per l'attenzione e prega gradire i più distinti saluti.

Unicasim
Società di Intermediazione Mobiliare SpA
L'Amministratore Delegato
(Dott. Leonardo FRIGIOLINI)

