

Milano, 6 agosto 2018

Spett.

CONSOB

Divisione Strategie Regolamentari

Via G. B. Martini, n. 3

00198 ROMA

Oggetto: Contributo relativo al documento di consultazione “ADEGUAMENTO DELLA NORMATIVA NAZIONALE AL REGOLAMENTO (UE) 2017/1129 RELATIVO AL PROSPETTO DA PUBBLICARE PER L’OFFERTA PUBBLICA O L’AMMISSIONE ALLA NEGOZIAZIONE DI TITOLI IN UN MERCATO REGOLAMENTATO”.

AssoFintech è un’associazione di categoria, senza scopo di lucro, fondata nel 2017, che rappresenta gli interessi degli operatori italiani nel settore fintech ed insurtech. I suoi membri provengono da diversi settori del fintech: equity crowdfunding, P2P lending, invoice trading, servizi di pagamento, cyber security, ecc.. AssoFintech è un luogo di aggregazione, condivisione e sviluppo della cultura fintech, per sostenere e agevolare lo sviluppo della qualità dei servizi offerti alla clientela.

(1) INTRODUZIONE

La disciplina del Prospetto informativo è onerosa e complessa, pur rispondendo ad esigenze informative meritevoli di tutela.

Nella pratica sono molto frequenti le critiche al Prospetto che, nel pur nobile intento di dare una informazione particolarmente completa all’investitore, costituisce tuttavia un documento di difficilissima lettura, spesso ridondante, accessibile solo ad un pubblico esperto; non è rara l’osservazione che un documento così complesso sia ideale per nascondere informazioni invece che per fornirle.

Gli elevati costi connessi alla redazione e pubblicazione del Prospetto fanno sì che si ricorra al Prospetto solo per le operazioni molto rilevanti, mentre le raccolte di capitale minori si fermano (spesso di proposito) poco al di sotto della soglia di esenzione, condannando il mercato dei capitali ad un endemico nanismo.

I dati presentati dalla Consob in consultazione dimostrano infatti che mentre nel solo anno 2016 sono stati approvati 117 Prospetti, la fascia a ridosso del limite di esenzione e che verrebbe a beneficiare

dell'ipotizzata estensione (cioè tra 5 e 8 milioni) ha visto pochissimi casi: in tre anni, tra il 2015 e il 2017, sono stati presentati soltanto 7 Prospetti (5 per società non quotate e 2 per società quotate), con una media inferiore al 2% all'anno.

La proposta di innalzamento della soglia di esenzione, occasionata dalla modifica della normativa comunitaria, rappresenta dunque un'ottima occasione per semplificare le raccolte di valore più basso, generalmente proposte dalle PMI che si avvicinano al mercato dei capitali iniziando un percorso di crescita.

Nel documento di consultazione, la Consob presenta tre opzioni di recepimento della normativa comunitaria in relazione alle quali, per le considerazioni di seguito esposte, si esprime:

- parere negativo sull'Opzione 0;
- preferenza per l'Opzione 1;
- approvazione per l'Opzione 2.

L'Opzione 0 lascerebbe l'Italia indietro rispetto agli altri principali Paesi comunitari e non terrebbe adeguatamente conto del fatto che il mercato comune, anche nel settore finanziario, determina sempre nuovi equilibri basati su valori crescenti: un limite che in passato è sembrato adeguato per una raccolta limitata ai confini nazionali è oggi riduttivo considerando la mobilità dei capitali all'interno dell'Unione.

Pertanto, nelle more della consultazione, Regno Unito e Germania hanno già annunciato l'innalzamento della soglia di esenzione ad euro 8.000.000,00, senza limitazioni di sorta, al contrario di quanto inizialmente previsto.

L'Opzione 1, cioè l'innalzamento della soglia di esenzione ad euro 8.000.000,00 per tutte le società emittenti, è certamente valida per le ragioni di seguito approfondite.

L'Opzione 2, cioè l'innalzamento della soglia di esenzione ad euro 8.000.000,00 per le PMI è la minima soluzione accettabile.

(2) CONSIDERAZIONI A SUPPORTO DELLE OPZIONI 1 E 2

Le ragioni per le quali si esprime un parere a supporto delle opzioni 1 e 2 sono le seguenti.

a) Importanza della soluzione per le PMI

Dal 2018, il Regolamento 18592 prevede la possibilità di raccogliere capitale tramite equity crowdfunding per tutte le PMI, superando l'iniziale limitazione alle sole start-up innovative.

Tale novità sta cambiando lo scenario in modo significativo, in quanto:

- i rischi connessi con l'investimento in PMI sono molto diversi da quelli relativi alle start-up (soprattutto innovative); in particolare, per le PMI esistono dei criteri obiettivi di valutazione del rischio, dell'investimento e dell'offerente, che consentono di affrontare l'investimento in modo più consapevole;
- la richiesta di capitale per una PMI si giustifica molto meglio che per una start-up, in considerazione di un percorso imprenditoriale dimostrabile e non di mere previsioni;
- la richiesta di capitale per una PMI può essere, in linea di principio, ben maggiore di quella relativa ad una start-up, poiché la PMI può avere una maggior capitalizzazione di base ed una maggior valorizzazione, in considerazione della posizione consolidata sul mercato.

Conseguentemente, è possibile che l'ammontare delle raccolte di capitale on-line aumenti considerevolmente nei prossimi mesi, rendendo utile un innalzamento della soglia da 5 a 8 milioni di euro.

In particolare, è prevedibile che le soglie di raccolta crescano per progetti nel settore immobiliare e delle energie rinnovabili, dove gli *asset* dell'impresa temperano il rischio dell'investitore ed il modello di business risulta facilmente comprensibile ed allineato alla tradizione di investimento nazionale. Non a caso, i risultati di raccolta maggiore in questo momento provengono proprio dalle piattaforme di investimento immobiliare¹.

b) Possibile estensione della raccolta al debito

L'innalzamento della soglia di esenzione, con la conseguente attrazione delle operazioni nell'ambito regolamentato, avrebbe peraltro molto senso anche alla luce di quanto previsto proposta di Regolamento della Commissione europea (COM(2018) 113/2), e cioè l'allargamento del procedimento di raccolta dell'*equity crowdfunding* anche al debito.

Tale novità normativa, unitamente alla targettizzazione di PMI, piuttosto che start-up, lascia prevedere un sensibile potenziale incremento dell'uso dei portali on-line, con obiettivi di raccolta superiori all'attuale limite di 5 milioni di euro.

c) Argine alla costituzione di soggetti esteri di comodo

L'esistenza di limiti eccessivamente restrittivi ha spesso come conseguenza la tendenza di alcuni operatori a cercare soluzioni di comodo. Anche la scarsità di raccolte di poco superiori alla soglia di esenzione conferma la tendenza a cercare, ovviamente, soluzioni facili.

Una prassi frequente, riscontrata anche nel settore dei portali di crowd-investing, è quella di scegliere una certa giurisdizione come sede principale mentre l'attività viene svolta altrove, magari in regime di passaportazione europea per le materie regolamentate: la scelta ha il deprecabile effetto di spostare

¹ MIP, Politecnico di Milano, 3° Report italiano sul crowdfinancing, Osservatori Entrepreneurship & Finance, luglio 2018.

opportunisticamente l'attività soggetta a vigilanza in un altro Paese, diverso da quello in cui si intende concentrare lo sforzo imprenditoriale.

L'approccio eccessivamente restrittivo non solo si rileva quindi inefficiente nell'imposizione del limite, ma ha anche la conseguenza di sottrarre l'attività al regime di vigilanza nazionale, spostandola nella diversa (e generalmente più favorevole) giurisdizione estera.

In proposito, l'innalzamento della soglia per l'esenzione dal prospetto ad euro 8 milioni, in linea con gli altri principali Paesi comunitari, sarà una ragione in più per vanificare scelte di giurisdizione di comodo e per la sottrazione di materia alla vigilanza nazionale.

d) Requisiti patrimoniali

Un'altra novità regolamentare introdotta dal gennaio 2018 sul mercato italiano consiste nella costituzione di minimi requisiti patrimoniali previsti dall'art. 7bis Reg. 18592 per i gestori di portali on-line: essi devono "aderire a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori riconosciuto ai sensi dell'articolo 59 del Testo Unico" o, in alternativa, devono stipulare un'assicurazione a copertura della responsabilità per i danni derivanti al cliente dall'esercizio dell'attività professionale.

Detto rafforzamento patrimoniale rappresenta un valido presidio nell'interesse degli investitori *retail*, che può ben compensare certi profili di rischiosità che potrebbero determinarsi a fronte dell'innalzamento della soglia di esenzione dal Prospetto.

e) Sostegno alla crescita strutturata delle imprese attraverso processi di quotazione

Tra le priorità di politica economica del Paese vi è da tempo la crescita della capitalizzazione delle società italiane, prevalentemente facenti capo ad uno o due nuclei familiari e con un capitale allineato ai minimi di legge (come evidenziato dalle approfondite analisi della Consob²).

La quotazione comporta una serie di benefici per le società che aprono il proprio capitale (accesso al credito, significativa riduzione del costo del denaro, maggiore crescita, incremento della possibilità di realizzare investimenti profittevoli) ed una serie di benefici strutturali per il mercato (maggior trasparenza, riduzione di pratiche di *earning management* e quindi maggior gettito fiscale, maggior solidità degli operatori).

Gli ultimi due anni hanno visto una crescita molto rilevante del mercato AIM Italia di Borsa Italiana che, lo si ricorda, non è un mercato regolamentato. Tra le ragioni della crescita vi è la norma a sostegno delle PMI che ha imposto l'allocazione del 21% dell'investimento PIR su società non quotate: a parte poche grandi imprese italiane non quotate, la scelta dei gestori si indirizza necessariamente sulle società presenti su AIM

² L. Giordano, M. Modena, Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane, Consob Discussion papers, Settembre 2017;

Italia, in quanto più liquide di quelle non quotate affatto. Addirittura, l'enorme raccolta dei PIR (circa 50 miliardi di euro in cinque anni) comporta dei rischi di bolla, in considerazione delle ridotte dimensioni di AIM (poco meno di 100 società contro le circa 1000 di AIM UK).

Nell'ultima finanziaria, poi, è stata introdotta un'ulteriore norma che incentiva le quotazioni, riconoscendo un credito d'imposta significativo a parziale copertura delle spese di quotazione (fino ad euro 500.000,00).

In questo quadro, una norma che innalzi il tetto per l'esenzione dal prospetto ad 8 milioni avrebbe l'ulteriore benefico effetto di ridurre i costi per la raccolta di equity e debito da parte delle società quotate, aggiungendosi alle altre misure per sostenere l'incremento del numero delle società che aprono il proprio capitale a terzi. Sarebbe più facile ed economico sia procedere al collocamento presso investitori *retail* che sostenere offerte post-quotazione, raccogliendo importanti risorse finanziarie sui mercati.

Si ricorda, in proposito, che in fase successiva all'IPO, dal 2012 ad oggi, su AIM Italia sono stati effettuati 29 aumenti di capitale da parte di 18 società e tutti gli aumenti di capitale tranne uno risultano di ammontare inferiore alla soglia di cinque milioni; in particolare, il 34,5% degli aumenti di capitale si sono attestati ad un controvalore vicino alla soglia di esenzione, il che evidentemente non è casuale.

(3) ULTERIORI CONSIDERAZIONI ED INDICAZIONI REGOLATORIE

Al contrario di quanto viene solitamente notato circa la effettiva leggibilità del Prospetto, il modello di prospetto informativo semplificato sviluppato dalla Consob per l'equity crowdfunding consente di raccogliere in non più di cinque pagine (scritte con *font* ed interlinea leggibili) tutte le informazioni realmente necessarie per affrontare con consapevolezza un investimento che è tra i più rischiosi, vista l'illiquidità e la forte aleatorietà delle società offerenti (inizialmente solo start-up innovative).

L'esperienza regolatoria nazionale ha dunque il merito di aver sviluppato (con l'allegato 3 al Reg. 18592) uno strumento informativo che, al contrario del Prospetto, svolge in modo efficace la sua funzione, fornisce un quadro sufficientemente accurato circa la società offerente e gli strumenti finanziari offerti, rappresenta adeguatamente i rischi per l'investitore e fornisce le necessarie indicazioni circa i diritti connessi con l'investimento.

Non si tratta all'evidenza di un surrogato, ma di un prodotto che, insieme alle altre informazioni previste per un'offerta al pubblico tramite portale on-line, svolge una funzione informativa in modo eccellente, forse più efficiente del classico Prospetto.

Le stesse considerazioni valgono per le informazioni richieste dalla Comunicazione Consob n. DIE/13028158 del 4 aprile 2013, "Comunicazione in materia di informazioni da pubblicare in occasione di operazioni di rafforzamento patrimoniale di ammontare complessivo inferiore alla soglia di esenzione dalla pubblicazione del prospetto informativo".

Da tali considerazioni è possibile trarre due importanti indicazioni:

- a) la prima è che esistono strumenti in grado di compensare adeguatamente il minor grado di informazione che, in assenza del tradizionale Prospetto, apparentemente potrebbe pregiudicare l'investitore;
- b) la seconda considerazione è che il modello di prospetto informativo semplificato messo a punto dalla Consob per l'equity crowdfunding, arricchito con le informazioni richieste dalla Comunicazione DIE/13028158, ed eventualmente integrato con precisi oneri di informativa periodica, potrebbe utilmente essere adottato per le offerte fino ad euro 8 milioni che non avvengano tramite portali on-line.

(4) CONSIDERAZIONI SPECIFICHE A SUPPORTO DELL'OPZIONE 1

A sostegno dell'Opzione 1 vi è un ulteriore argomento: la differenza tra le PMI, che trarrebbero vantaggio dall'Opzione 2, e le società maggiori è determinata dalla definizione di PMI, che nel TUF si rinviene nell'art. 1, comma 1. La definizione del TUF fa riferimento a valori di fatturato (inferiore a 300 milioni) o capitalizzazione (inferiore a 500 milioni), tuttavia essa fa salvo quanto previsto da altre disposizioni di legge.

In proposito, la base normativa è costituita dalla Raccomandazione della Commissione Europea del 6.5.2003, secondo la quale sono PMI le imprese *"che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di EUR oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di EUR"* (Allegato, Art. 2). L'art. 2 della Raccomandazione stabilisce che dette soglie costituiscono valori massimi; ai soli fini del TUF, il legislatore ha fissato valori maggiori, ma facendo salve le altre disposizioni di legge. Pertanto, agli stessi valori del TUF, si deve sovrapporre il limite degli occupati, contenuto nella raccomandazione, con la conseguenza che basterà superare i 250 occupati per non rientrare nella definizione di PMI.

Dunque, l'Opzione 2 comporterebbe che la soglia di esenzione dal Prospetto rimanga a soli 5 milioni di euro per le imprese con più di 250 occupati.

Francamente, sembra una opzione pregiudizievole per quelle imprese che hanno il merito di creare opportunità di lavoro ed ingiustamente limitativa laddove, invece, le imprese che generano maggiore occupazione dovrebbe in ogni modo essere agevolate ed incentivate a sostenere ed incrementare ulteriormente il livello occupazionale.

Aziende industriali con un elevato numero di operai o aziende commerciali con un elevato numero di addetti alla vendita, pur avendo una capitalizzazione ed un fatturato da PMI, verrebbero escluse dall'opportunità di giovare dell'esenzione, mentre ove venisse scelta l'Opzione 1, anche queste società potrebbero raccogliere fino ad 8 milioni di euro senza dover pubblicare il Prospetto.

* * *

Risulta decisamente apprezzabile la strategia di “premiare” gli emittenti negoziati su una *trading venue* che costituisce un ambiente regolato e sottoposto alla vigilanza dell’Autorità. Soprattutto nel presente momento storico, occorre favorire l’accesso al mercato dei capitali delle PMI italiane, riducendo gli oneri amministrativi e confermando come sede privilegiata per la negoziazione dei loro strumenti finanziari i mercati di crescita delle PMI.

Si confida nella scelta di quanto indicato nell’Opzione 1 o nell’Opzione 2.

Cordiali saluti

Avv. Alessandro M. Lerro
Presidente del comitato scientifico

