

# AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Milano, 30 aprile 2013

Spett.le  
CONSOB

Divisione Strategie Regolamentari  
Via G.B. Martini, n. 3  
00198 Roma

**Oggetto: risposta alla consultazione pubblica avviata dalla CONSOB riguardante il Regolamento in materia di “Raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line”**

Con la presente AIFI, ringraziando l’Autorità di Vigilanza per l’opportunità concessa, presenta le proprie osservazioni al documento di consultazione (di seguito “Documento”) pubblicato in data 29 marzo 2013.

In generale, si esprime apprezzamento per l’attenzione rivolta al fenomeno del *crowdfunding* che, come dimostrano le esperienze avviate nel panorama internazionale, può rappresentare un potenziale vantaggio per le start-up innovative, configurandosi come meccanismo che si colloca nei primi anelli della catena di finanziamento tramite il capitale rischio, seguito dall’intervento di *business angels* e *venture capitalist*. Nel nostro Paese mancano strumenti di mercato a sostegno dei progetti nelle prime fasi di crescita e la diffusione di una cultura dei micro-investimenti potrebbe promuovere questo segmento.

Si riconosce, inoltre, l’importanza dell’attività di analisi svolta finora da Consob per cercare di comprendere a fondo il fenomeno e le sue potenzialità, rilevando la delicatezza del ruolo svolto dall’Autorità nel regolamentare, prima in questo ambito, il suo funzionamento.

D’altra parte, dal Regolamento pubblicato in consultazione sembra emergere, a parere della scrivente, un quadro normativo piuttosto vincolante, soprattutto per la scelta di aver richiamato la disciplina prevista dalla Direttiva MiFID in merito alla tutela dell’investitore, quando, all’art. 30 del DL 179/2012, coordinato con la legge di conversione 221/2012 pubblicata in GU n. 294/2012, comma 5, lett. d) viene fatto riferimento semplicemente alle “regole di condotta che i gestori di portali devono rispettare nel rapporto con gli investitori, prevedendo un regime semplificato per i clienti professionali”.

Pur tenendo conto dell’impianto regolamentare esistente in Italia, anche con riferimento alla tutela dell’investitore, si sottolinea che la *ratio* della disciplina è quella di promuovere un nuovo segmento di mercato, come riportato a pag. 78 del rapporto finale della Task Force coordinata dal

# AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Ministro Passera: “*Per quanto riguarda l’Italia, la nostra normativa attualmente non contempla, in maniera chiara, la possibilità di fare ricorso al crowdfunding. Per far sì che questo strumento sia disponibile anche da noi, è importante prevedere una procedura di autorizzazione snella e semplice, basata però su chiare garanzie offerte da parte di chi voglia aprire queste piattaforme online dedicate alla raccolta di capitale, creando meccanismi di trasparenza e informazione per rendere chiaro ai cittadini che – come in ogni investimento – corrono sempre il rischio di perdere il capitale investito. Una volta assicurato un livello adeguato di informazione e trasparenza, e man mano che lo strumento si diffonde e entra nella cultura degli italiani, si può pensare che possa diventare particolarmente utile e un volano davvero unico per le start-up al fine di reperire risorse per crescere*”.

## Considerazioni di carattere generale: Regime di esenzione dalla disciplina

Come auspicato nel Rapporto già citato, a pag. 79, si propone un regime di esenzione (*safe harbour*) definendo un investimento soglia, al di sotto del quale non sia applicabile la disciplina regolamentare *crowdfunding* avvalendosi dell’assunzione che non è qualificabile tale attività come servizio di investimento ai sensi dell’art. 3 della Direttiva 2004/39/CE, che riporta l’elenco delle esenzioni facoltative.

Nella definizione della soglia si suggerisce di tener conto delle risposte ricevute al questionario per l’indagine conoscitiva pubblicato dalla Consob il 21 gennaio 2013. Secondo un’indagine interna, svolta informalmente dall’Associazione, tale importo potrebbe essere collocato nell’intorno di 1.000,00 Euro.

A complemento dell’esenzione si potrebbero mutuare tecniche di autocertificazione della conoscenza e consapevolezza dell’investitore, anche retail, attraverso la risposta ad un questionario, che blocchi l’accesso al portale web fino alla corretta compilazione.

Al fine di rispondere all’esigenza di tutela nei confronti dell’investitore, con una normativa che al contempo non lo disincentivi dall’approcciarsi a tale forma di investimento, si propone di valutare l’introduzione di forme di *disclaimer* sulla natura aleatoria dell’operazione. Riguardo al contenuto della comunicazione, si dovrebbe dare particolare enfasi alla assenza di remunerazione tramite dividendi/utili, come riportato nella definizione di start-up innovativa, di cui all’art. 25, comma 2, lettera e) del DL 179/2012.

## Parte II, Titolo III, Art. 15, Informazioni relative alla gestione del portale

Si osserva che non è specificata una disciplina sulla possibile attività di consulenza svolta nell’ambito della selezione dei progetti, a supporto dell’attività delle start-up, che invece è richiamata nel commento dell’articolo. Nella valutazione di tale aspetto si tenga conto dell’implicito *trade-off* tra servizi offerti dal gestore (e relativa responsabilità) ed i potenziali costi a carico delle start-up.

# AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

## Parte III, Art. 26, Condizioni per l'ammissione delle offerte sul portale

Nell'ottica di creare un mercato dei capitali a servizio delle start-up nella fase pionieristica del *crowdfunding* si suggeriscono di seguito alcune integrazioni a quanto stabilito dal comma 1 dell'art. 26:

- l'obbligo di sottoscrizione preventiva, da parte degli investitori istituzionali, di una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti quale requisito per l'ammissione delle offerte stesse sui portali potrebbe esporre gli investitori stessi al rischio di dover comunque sostenere la capitalizzazione di un progetto, anche nel caso in cui questo non incontrasse il favore del mercato. Si sottopone all'attenzione dell'Autorità di valutare la possibilità di condizionare l'obbligo di sottoscrizione non come prerequisito per l'ammissione ai portali, ma come requisito per la chiusura dell'offerta. In questa logica, gli investitori istituzionali dovrebbero limitarsi a sottoscrivere, nella fase iniziale, un impegno formale alla copertura della quota minima di propria competenza prevista dal regolamento, che diventerebbe esecutivo solo nel momento in cui fossero effettivamente raggiunti gli obiettivi di raccolta prefissati dalla start-up innovativa.
- si suggerisce un ampliamento della platea di investitori riconosciuti nell'art. 26, comma 1, lett. a), atto a ricoprendere in modo chiaro la categoria dei *venture capitalist*, operatori organizzati in strutture professionali, società di gestione di fondi o società di investimento, che intervengono nel finanziamento di avvio di un'impresa, comunemente definito *early stage financing*. Al fine di completare il quadro degli interventi nelle prime fasi d'impresa si propone di includere anche i *business angels*, ovvero gli investitori informali che operano su questi segmenti con professionalità e *know how* maturato nel tempo.

Per approfondimenti sul tema si rimanda al Libro Bianco AIFI: proposte per lo sviluppo del Venture Capital in Italia (2011) disponibile al link:  
<http://www.aifi.it/IT/Pubblicazioni/LibriBianchi.htm>

## Rapporti tra investitori e start-up

Il Documento non esplica in modo approfondito l'accesso alla vita societaria della start-up da parte degli investitori, nonché i diritti acquisiti a seguito dell'investimento. Si ritiene che possa essere utile affrontare il tema della gestione della base azionaria allargata, con riferimento ai profili di *governance e investor relations*, attraverso la previsione di titoli partecipativi correlati a diritti patrimoniali e non amministrativi.

*A disposizione per i chiarimenti e gli approfondimenti che si ritengessero opportuni, ringraziamo per l'attenzione e porgiamo distinti saluti.*