

Contributo di Altroconsumo

Documento di risposta alla consultazione preliminare fatta in occasione della revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali *on-line*.

Milano 9 luglio 2015

Considerazioni generali

A seguito del Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3 convertito in Legge 24 marzo 2015, n. 33, è stato esteso alle PMI innovative, agli OICR ed alle società che investono prevalentemente in start-up e PMI innovative, la possibilità di effettuare offerte di capitale di rischio tramite i portali di raccolta di capitali dedicati a start-up e PMI innovative.

Si è anche introdotto un regime di dematerializzazione del trasferimento delle quote di start-up innovative e PMI innovative, in deroga alla disciplina ordinaria, utilizzabile sia in sede di sottoscrizione che di successivo trasferimento delle quote offerte tramite i portali.

Di seguito riportiamo in evidenza cinque questioni repute essenziali e che si ritiene debbano essere affrontate e risolte in sede della revisione della normativa secondaria in corso e che vengono di seguito evidenziate perché difficilmente inquadrabili nella griglia di domande standardizzate presentate nel documento di consultazione.

- 1. Rimane un vincolo definito come soglia di rilevanza degli investimenti che discrimina l'operatività tra investitore generico ed investitore professionale, e dunque il vincolo di 500 euro per singolo investimento e nell'anno complessivamente 1000 euro per le persone fisiche e 5000 euro per singolo ordine e 10.000 euro complessivamente nell'anno per le persone giuridiche.*

Commento: si tratta di quote oggettivamente basse e che tendono a non rendere appetibile l'investimento per l'onere e fatica di studio dell'investimento rispetto l'effettivo ammontare se non incorrendo nella procedura di profilazione Mifid che qualificerebbe probabilmente l'investitore ad un grado generalmente più elevato di rischio, visti i maggiori rischi dell'investimento in equity crowdfunding.

Soluzione proposta: aumentare la soglia di rilevanza degli investimenti, perlomeno raddoppiandola

- 2. Rimane un vincolo operativo che sopra la soglia di rilevanza (soglia che pone un limite all'investimento per persone fisiche e giuridiche che non siano investitori professionali) il sistema definito dall'art. 17 del Reg. 18592 impone al Gestore Autorizzato il vincolo della Mifid e dunque la trasmissione di un ordine ad una banca o una impresa di investimento per la valutazione di adeguatezza e/o appropriatezza. In realtà molte informazioni che vengono richieste dal portale per qualificare l'investitore che accede all'investimento sulle piattaforme di equity crowdfunding coincidono e si sovrappongono; un doppio inserimento di stesse informazioni che – di fatto – quasi raddoppiano il lavoro di raccolta quando si segue la procedura dei modelli di profilazione Mifid adottato dall'intermediario autorizzato a cui il portale si appoggia.*

Commento: si tratta di una doppia fatica di comunicazione di dati che, peraltro, si ricalcano in gran parte tra quelli raccolti dal portale e scambiati con il gestore della piattaforma e quelli che servono per una profilazione e gestiti dall'intermediario autorizzato alla profilazione Mifid.

Soluzione proposta: concedere ai portali l'implementazione di un modello di profilazione Mifid direttamente e senza passare da un intermediario. Il modello implementato sia coerente e riconosciuto compatibile, ad esempio, con le linee guida indicate per la profilazione mifid da Assosim.

- 3. Rimane un vincolo operativo che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di start-up innovative.*

Commento: si tratta di un vincolo che era stato introdotto per favorire la reputazione dell'investimento perché, riteneva il controllore, se si vedeva che l'investimento era appetito da uno o più investitori istituzionali (fissando la quota minima complessiva al 5%) l'investitore singolo sarebbe stato in qualche modo assicurato per l'investimento. Invece, emerge dalla stessa

analisi statistica riportata a margine di questa consultazione Consob che l'investitore professionale si è comportato a traino delle offerte e non in avanguardia alla loro presentazione. Infatti, nella stesa indagine si afferma: **“tutti gli offerenti hanno avviato la propria offerta pur senza la preventiva sottoscrizione di un investitore professionale”** tanto da concludere che la preventiva sottoscrizione non costituisce un elemento chiave in grado di determinare il successo dell'operazione. L'indagine ci tiene a precisare che, comunque, nessuna delle offerte è decaduta per sola mancanza del raggiungimento della quota riservata all'investitore istituzionale del 5%. E comunque si è creata una sorta di discriminazione che offre, stante la vigente normativa, all'investitore professionale un asimmetrico vantaggio negoziale.

Soluzione proposta: togliere il vincolo, ma dato che è previsto dalla norma primaria sarebbe bene abbassarlo ad una soglia inferiore ed anche allargare la sfera delle “particolari categorie di investitori” che possono rientrare nell'aliquota;

- 4. Rimane un vincolo sulla qualifica degli investitori professionali (a cui è riservato la quota di almeno il 5% di sottoscrizione per ogni progetto) che esclude però alcuni dei soggetti che sarebbero assai coerenti con il settore dell'innovazione come lo sono i business angel e le holding di partecipazione, soggetti che - come noto - investono abitualmente in start-up.*

Soluzione proposta: ricomprendere queste categorie di investitori

- 5. Rimane il vincolo del contratto redatto in forma scritta per l'investitore che acquista in nome proprio, al di fuori di un rapporto fiduciario con il gestore autorizzato. Come è noto, l'art. 23 TUF (attuato dall'art. 37 del Regolamento Intermediari n. 16190) prevede l'obbligo di forma scritta per il contratto di investimento a pena di nullità. Il nuovo art. 100 ter, comma 2 quater, TUF, introdotto dal D.L. n. 3/2015 (c.d. Investment Compact) ha stabilito che i contratti aventi ad oggetto la sottoscrizione o la cessione di strumenti finanziari emessi da start-up e PMI innovative effettuate nelle forme previste dal comma 2 bis non necessitano di contratti in forma scritta. Si tratta di contratti sulla base dei quali gli strumenti finanziari vengono intestati all'intermediario abilitato sulla base di un rapporto fiduciario, così che gli eventuali successivi trasferimenti possano essere effettuati nel rapporto con l'intermediario e non direttamente nei confronti della società, con non indifferenti risparmi sui costi di transazione. Si viene così a creare una disparità tra chi acquista a nome proprio (che necessita di contratto scritto) e*

chi lascia intestati all'intermediario le quote sulla base di un rapporto fiduciario (che viene dematerializzato).

Commento: Si tratta di rimuovere una sorta di corsia differenziata verso chi stipula una gestione in capo alla piattaforma e viene beneficiato dalla dematerializzazione del contratto e dal fatto che non necessita l'atto notarile anche nel caso di successiva compra-vendita, e chi invece si intesta la quota che subisce l'onere organizzativo del contratto in forma cartacea.

Soluzione proposta: Consob potrebbe colmare la discriminazione sancendo la validità del contratto di investimento non stipulato in forma scritta in tutti i casi in cui l'investimento abbia ad oggetto strumenti finanziari sottoscritti on-line nelle forme dell'equity crowdfunding.

DOMANDE

1. Ritenete che il Regolamento abbia favorito la creazione di un "ambiente" affidabile per l'operatività dei gestori dei portali *on-line*?

Risposta: Nella nicchia dei numeri minimi che il settore ha attualmente espresso l'"affidabilità" per l'operatività del settore appare riscontrabile dal dato che non sono emersi reclami effettuati nei confronti dei portali, unitamente all'assenza di esposti pervenuti alla Consob

2. Rispetto a questa finalità:
a. Il "Registro dei Portali" costituisce un efficace strumento di pubblicità e certezza del diritto?

Risposta: Appare necessario che tale registro riporti l'informazione che il portale sia attivo o meno. Se pur vengono date informazioni riguardanti il gestore, sarebbe importante sapere se il gestore – pur riconosciuto dalla autorità di controllo – sia entrato, o meno nella fase operativa. Manca anche l'informazione sulla data di aggiornamento delle informazioni riportate, che pensiamo debbano riportare all'inizio le informazioni in base alle quali il gestore viene abilitato alla attività ma debbano essere anche mantenute, e dunque bene conoscere la data di ultimo aggiornamento di quelle informazioni. Sarebbe bene, sempre ai fini di "un efficace strumento di pubblicità e certezza del diritto" che venisse riportato, per facilità di consultazione, anche l'atto costitutivo della società gestore ed anche l'ultimo bilancio disponibile di quella società.

- b. I “Requisiti” di onorabilità e professionalità dei soci ed esponenti aziendali costituiscono strumenti proporzionati?

Risposta: Sono requisiti formali e sostanziali sulla cui efficacia – visto il poco tempo trascorso e che il settore è ancora in stato embrionale – non ci si riesce ancora a pronunciare. Certamente dal punto di vista sostanziale sarebbe utile la pubblicazione anche a margine del registro dei portali dei “curricula vitae” dei soci e degli esponenti aziendali. La consultazione dei curricula potrebbe dare elementi ed informazioni per una valutazione di affidabilità e di professionalità fatta direttamente dall’investitore e dunque indurre nel settore uno stimolo di trasparenza sulle competenze e percorsi professionali delle figure azioniste e funzioni apicali delle società di gestione dei portali.

- c. I “Requisiti organizzativi” costituiscono strumenti proporzionati?

Risposta: Sono requisiti formali e sostanziali sulla cui efficacia – visto il poco tempo trascorso e che il settore è ancora in stato embrionale – non ci si riesce ancora a pronunciare.

- d. Ritenete che l’introduzione di nuovi soggetti i cui strumenti finanziari possono essere oggetto di offerta richiedano regole di condotta specifiche rispetto a quelle attuali?

Risposta: I nuovi strumenti, come le PMI innovative, gli OICR e le società che investono prevalentemente in start-up e PMI innovative devono essere inquadrati nelle loro peculiarità e che sono differenti anche se analoghe alle start-up innovative. Certamente sul lato degli aggregati che hanno e potranno applicare logiche di portafoglio e diversificazione del rischio, maggiore deve essere il livello di trasparenza verso i futuri investimenti che a loro volta effettueranno con la rimpolpata capitalizzazione raccolta attraverso il portale. In altre parole si instaura un livello imprenditoriale intermedio (OICR e le società che investono prevalentemente in start-up e PMI innovative) che deve rendere chiaramente l’obiettivo e dimensione del progetto industriale obiettivo della raccolta in crowdfunding anche in confronto ai prevedibili oneri di gestione ed organizzazione del fondo o della società di investimento.

- e. Ritenete opportuna la previsione di disposizioni di dettaglio per la prevenzione delle frodi?

Risposta: Occorrerebbe entrare nel merito delle disposizioni di dettaglio per la prevenzione delle frodi per poter – o meno – ritenere opportuna la loro previsione.

f. Gli obblighi relativi alla gestione degli ordini di adesione degli investitori costituiscono presidi proporzionati?

Risposta: Appare di sì

g. Gli obblighi informativi relativi alle “Comunicazioni alla Consob” determinano oneri amministrativi proporzionati?

Risposta: Appare di sì

3. Ritenete che il Regolamento abbia determinato una dotazione di strumenti di valutazione del profilo rischio/rendimento e dell’investimento nel suo complesso, idonea a mettere gli investitori diversi dai clienti professionali nelle condizioni di operare scelte consapevoli?

Risposta: si tratta di informazioni derivate direttamente dall’emittente che adeguandosi al flusso informativo da porgere nel portale, così lo raccoglie e – con una forma tendente ad una certa omogeneità – lo porge alla lettura dei potenziali investitori. Manca, in questo contesto, la previsione della figura dell’analista finanziario indipendente che è capace di specifica analisi e valutazione di opportunità, appetibilità e valutazione economica di impresa. Non vi è attuale previsione che favorisca l’affermarsi di questo ruolo professionale indipendente – generalmente importante nei mercati azionari regolamentati.

4. Rispetto a questa finalità:

a. Il livello di profondità e standardizzazione delle informazioni sul portale sull'investimento in *start-up* innovative è adeguato?

Risposta: Appare sufficiente

b. Il livello di profondità e standardizzazione delle informazioni sulle *start-up* innovative e sulle singole offerte è adeguato?

Risposta: Appare necessario una specifica previsione per OICR e società che investono prevalentemente in *start-up* e PMI innovative

c. Il "percorso consapevole" disegnato dall'art. 15 del Regolamento costituisce un utile strumento a disposizione dell'investitore o la sua concreta attuazione rappresenta una formalità amministrativa?

Risposta: Appare comunque un utile strumento e non semplicemente una "formalità amministrativa"

d. Avete riscontrato difficoltà nell'acquisire informazioni sulle *start-up* innovative in seguito alla chiusura delle offerte?

Risposta: Effettivamente occorrerebbe prevedere, dopo la chiusura dell'offerta, un sistema di mantenimento di informazioni aggiornato.

5. Vi sono ulteriori sintetiche osservazioni, supportate da evidenze concrete, in merito alle tematiche connesse all'applicazione della regolamentazione in esame, in particolare con riferimento al raggiungimento degli obiettivi normativi e alla proporzionalità dei relativi oneri?

Risposta: Al punto si risponde rinviando alle cinque questioni reputate essenziali che sono state evidenziate in introduzione a questo contributo consultivo e che si ritiene debbano essere affrontate e risolte dalla revisione della normativa secondaria in corso.

*Per informazioni: Dott.ssa Silvia Castronovi - Relazioni Esterne Istituzionali
Cell.335-375326 E.mail pr@altroconsumo.it*