

**Risposta alla consultazione di
Consob sul Regolamento in
materia di raccolta di capitali da
parte di start-up innovative
tramite portali on-line**

30 aprile 2013

Premessa

L'ABI è lieta di partecipare alla consultazione sul Regolamento per la raccolta di capitali da parte di start-up innovative tramite portali *on-line*, contribuendo in tal modo al primo inquadramento normativo, nello scenario internazionale, di questo crescente fenomeno.

Nell'attuale contesto macroeconomico, la crescita rappresenta una strada fondamentale per condurre il Paese verso la ripresa. Dunque, lo sforzo di supportare l'accesso al capitale per le start-up innovative, agevolando la partecipazione al loro capitale anche di investitori non professionali, trova assoluta condivisione da parte degli operatori del settore bancario in quanto:

- persegue obiettivi macroeconomici di sostegno del tessuto imprenditoriale nazionale
- è idoneo a diversificare le fonti di raccolta di risorse finanziarie tramite l'apertura del capitale di rischio delle imprese
- potrebbe essere un esperimento nel settore delle start-up innovative capace di estendersi, in caso di successo, ad altri settori.

In particolare si ritiene che, a livello di sistema, le norme oggetto di consultazione rivestano una funzione significativa per il fine che si prefiggono: la creazione di un quadro di riferimento affidabile laddove il contesto di business di partenza è caratterizzato da vari profili di rischio, in ragione della natura stessa del canale (portale web), dell'oggetto delle offerte (progetti imprenditoriali innovativi e ad alto contenuto tecnologico) e della tipologia di soggetti emittenti (imprese neo costituite).

In questo senso, l'identificazione di presidi di adeguata tutela dell'investitore e di strumenti di valutazione del profilo rischio/rendimento dei progetti offerti rappresenta un importante tassello per lo sviluppo di questo segmento.

In linea generale, si apprezza dunque lo sforzo teso alla definizione di requisiti per l'iscrizione al registro dei gestori di portali, di regole di condotta applicabili nei rapporti con gli investitori, di una disciplina dell'offerta e di meccanismi di tutela degli investitori, in particolare quelli diversi dai clienti professionali.

Si condivide altresì la procedura di questo particolare processo regolamentare che, pur nei tempi ristretti concessi dal legislatore, ha previsto una fase di pre-consultazione attraverso un questionario, un *open hearing*, una compiuta analisi delle varie opzioni regolamentari e, infine, questa fase di consultazione.

Il questionario ha evidentemente consentito di disporre di informazioni importanti sul contesto di riferimento di questo nuovo fenomeno. Tuttavia, a tratti, il testo del regolamento riprende quanto emerso dalle risposte dando luogo al timore che sia stata forse trascurata la prospettiva di una massa di potenziali nuovi (presumibilmente piccoli) investitori individuali, che sono probabilmente il vero *target* delle offerte tramite *crowdfunding* ma che non si sono espressi tramite questionario.

Dall'analisi dei contenuti del regolamento scaturiscono riflessioni di carattere generale, da un lato, e osservazioni più puntuali, dall'altro, che si procede a illustrare.

Considerazioni generali

Il motivo ispiratore delle considerazioni che seguono è la convinzione che un sano sviluppo del mercato del *crowdfunding* per le start-up innovative sia da incentivare, sia per le già cennate positive ricadute economiche di carattere generale, sia per la sua capacità di fornire capitali ad imprese che generalmente non hanno agevole accesso al credito bancario.

L'aspetto più delicato della disciplina si trova nella scelta del punto di equilibrio tra le esigenze di tutela dell'investimento e quelle di snellezza delle procedure.

Lo stesso rapporto alla base della delega regolamentare indicava, infatti, la necessità di *"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."*

Il regolamento in esame definisce un quadro nel quale le banche autorizzate allo svolgimento di servizi d'investimento possono assumere, in teoria, ruoli diversi.

In primo luogo, esse possono assumere la veste di gestori diretti di portali, essendo iscritti nella sezione del Registro destinata ai gestori "di diritto".

In secondo luogo, se il portale non è gestito da banche o imprese d'investimento, la delega legislativa (Art. 30 del DL n. 179 del 18 ottobre 2012) afferma che queste sono comunque chiamate a prendere parte alla filiera per l'esecuzione degli ordini di sottoscrizione degli investitori non professionali.

Il regolamento specifica, poi, che questo segmento di operatività consiste nella prestazione di un servizio d'investimento che viene appositamente contrattualizzato e condotto secondo le regole disposte dal TUF e dal regolamento intermediari.

Dunque, coerentemente con quanto dispone la Direttiva Mifid laddove concede agli Stati margini per l'esenzione (art. 3, paragrafo 1¹), è possibile affermare che, indipendentemente dal soggetto che gestisce il portale, l'*ultimo miglio* dell'investimento viene comunque assoggettato alle tutele tipiche della Mifid.

Di seguito si prendono in esame le disposizioni che, ad avviso della scrivente, potrebbero addossare sugli investitori diversi dai clienti

¹ Direttiva Mifid L1, Articolo 3 - **Esenzioni facoltative**

1. Gli Stati membri hanno la facoltà di non applicare la presente direttiva alle persone rispetto alle quali essi sono lo Stato membro d'origine che:

- non sono autorizzate a detenere fondi o titoli appartenenti ai clienti e che per questo motivo non possono mai trovarsi in situazione di debito con i loro clienti, e
- non sono autorizzate a prestare servizi di investimento, tranne la ricezione e la trasmissione di ordini in valori mobiliari e quote di organismi d'investimento collettivo e l'attività di consulenza in materia di investimenti relativa a tali strumenti finanziari, e
- nell'ambito della prestazione di tali servizi sono autorizzate a trasmettere ordini soltanto a:
 - i) imprese di investimento autorizzate ai sensi della presente direttiva,
 - ii) enti creditizi autorizzati ai sensi della direttiva 2000/12/CE,
 - iii) succursali di imprese di investimento o di enti creditizi che sono autorizzati in un paese terzo e che sono tenuti ad ottemperare e ottemperano a norme prudenziali considerate dalle autorità competenti almeno altrettanto rigorose quanto quelle stabilite nella presente direttiva, nella direttiva 2000/12/CE o nella direttiva 93/6/CEE,
 - iv) organismi d'investimento collettivo autorizzati in virtù della legislazione di uno Stato membro a vendere quote al pubblico, nonché ai dirigenti di siffatti organismi,
 - v) società di investimento a capitale fisso, quali definite all'articolo 15, paragrafo 4 della seconda direttiva 77/91/CEE del Consiglio, del 13 dicembre 1976, intesa a coordinare, per renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società di cui all'articolo 58, secondo comma, del Trattato, per tutelare gli interessi dei soci e dei terzi per quanto riguarda la costituzione della società per azioni, nonché la salvaguardia e le modificazioni del capitale sociale della stessa, i cui titoli sono quotati o negoziati in un mercato regolamentato in uno Stato membro, a condizione che le attività di tali persone siano regolamentate a livello nazionale.

professionali oneri eccessivi, con il rischio di compromettere il decollo dell'intero sistema della raccolta di capitale tramite portale on-line.

Il rapporto investitore-gestore

Innanzitutto, il testo del regolamento non appare molto chiaro in merito al rapporto che intercorre fra l'investitore e il gestore diverso da una banca o un'impresa di investimento. Visto che il regolamento prevede un sicuro coinvolgimento di un soggetto abilitato alla prestazione di servizi di investimento, occorre evitare che l'investitore non professionale che si avvicina a queste forme di offerta percepisca il canale del portale come completamente svincolato da quello tradizionale bancario e finanziario, salvo poi essere chiamato ai tradizionali adempimenti (in termini, ad esempio, di informazioni da fornire per la profilatura, ecc.). In questo senso si ritiene utile l'introduzione di un obbligo, per il gestore di portale (non banca) di dare informativa chiara della circostanza che l'investitore dovrà comunque entrare in un rapporto contrattuale con un prestatore abilitato di servizi di investimento.

Un'ulteriore criticità potrebbe risiedere nella identificazione della banca che eseguirà l'ordine dell'investitore, attività che la bozza di regolamento lascia intendere sia svolta preventivamente dal gestore, tenuto a fornire informazioni in merito agli intermediari di cui si avvale.

Se si considera la posizione di un nuovo investitore - identificabile con un soggetto che non ha già un contratto di investimento con una banca e che vorrebbe destinare un importo contenuto al sostegno di un certo progetto imprenditoriale, non tanto ad un mero investimento - ci si avvede di come la sottoscrizione di un contratto di prestazione di servizi di investimento con un intermediario indicato dal gestore possa rappresentare un disincentivo all'adesione all'offerta. Analogamente, occorre considerare il caso che l'investitore abbia già in essere un contratto in servizi di investimento con una banca e che intenda processare la sottoscrizione avvalendosi dei suoi servizi.

In quest'ottica, a beneficio del mercato stesso e per distribuire equamente i costi di contrattualizzazione con le banche o le imprese di investimento fra investitore e gestore, il regolamento dovrebbe prevedere la possibilità per l'investitore di proporre al gestore di avvalersi di un intermediario di sua fiducia, sempre che quest'ultimo offra il servizio; in alternativa, varrebbero le indicazioni già fornite dal gestore circa gli intermediari convenzionati.

Il rapporto investitore-intermediario

Passando oltre, il documento di consultazione rammenta che il TUF e il Regolamento Intermediari non dettano norme specifiche per la raccolta tramite portale on-line e colloca la disciplina dell'*equity crowdfunding* in un Regolamento autonomo rispetto a quella della gestione collettiva del risparmio e dell'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita (nei quali sono stati introdotti, rispettivamente, gli art. 50-*quinquies* e 100-*ter* del TUF).

Nello stesso documento, si specifica che si "provvederà ad individuare le modalità idonee ad estendere" l'applicazione delle regole speciali del Regolamento anche al caso in cui la gestione del portale sia svolta da un gestore di diritto.

Vista la delicatezza e la complessità della materia, si suggerisce che, in occasione di tale estensione, sia organizzata un'ulteriore consultazione con il mercato per condividere il testo delle modifiche da apportare alle norme vigenti.

Inoltre, si ritiene che il regolamento sia carente della declinazione di un'importante parte di disciplina. Infatti il testo in consultazione sembra eccessivamente rapido nella descrizione del rapporto fra l'investitore e l'intermediario autorizzato (banca o impresa di investimento) nel caso in cui il portale non sia gestito dallo stesso (dando inoltre per scontato un dialogo fra gestore e intermediario che necessita di specifici accordi).

Infatti, il generale richiamo alla circostanza che l'ordine si perfezionerà attraverso un servizio di investimento appositamente contrattualizzato schiude una serie di implicazioni.

In primis, non è chiaro se, come e quando, l'investitore e la banca entrino in contatto e non solo nel caso di primo contratto ma anche nel caso in cui l'investitore sia già cliente dell'intermediario.

Qualora l'intermediario possa perfezionare l'ordine senza entrare in contatto con il cliente, non è chiaro come possano essere assolti i vari obblighi di comunicazione previsti a suo carico (quali, ad esempio, gli obblighi di comunicazione di eventuali conflitti di interesse e le informazioni sugli strumenti finanziari ex art. 31 Regolamento Intermediari).

Se si indaga sul tipo di servizio offerto da parte dell'intermediario, dovrebbe considerarsi che, anche sollecitate dalla Consob, le banche oggi offrono,

nella quasi totalità dei casi, il servizio di consulenza in abbinamento ai servizi meramente esecutivi. A queste condizioni, la prestazione del servizio implicherebbe la valutazione di adeguatezza dell'investimento, che a sua volta determina che l'investitore fornisca una serie di informazioni sul proprio conto, e la gestione dell'eventuale inadeguatezza dell'ordine (di inequivocabile iniziativa dell'investitore che, però, a seconda del modello di servizio adottato dall'intermediario, potrebbe essere anche non accettato dallo stesso).

Se il perfezionamento dell'ordine avviene, invece, nell'ambito di un servizio meramente esecutivo che comporta, dunque, la valutazione di appropriatezza dell'ordine, occorre che siano stabilite le modalità attraverso le quali, prima di perfezionare l'ordine, possano essere comunicate al potenziale sottoscrittore le ragioni dell'eventuale non appropriatezza.

Se, invece, l'ordine dovesse essere perfezionato secondo i tradizionali canali previsti per la raccolta delle sottoscrizioni da parte degli intermediari, sarebbero evidenti le ricadute in termini di speditezza del processo perché il sottoscrittore dovrebbe attivarsi personalmente presso l'intermediario recandosi allo sportello, oppure avvalendosi dei servizi on-line eventualmente offerti dallo stesso.

In questo scenario sarebbero comunque da gestire (anche sul fronte delle comunicazioni gestore-intermediario) i casi in cui il sottoscrittore che formalizza l'ordine sul portale non si attivi presso l'intermediario per perfezionarlo, oltre al collegamento fra l'ordine trasmesso dal gestore all'intermediario e l'ordine impartito dal cliente all'intermediario, per consentire a gestore e intermediario di tenersi costantemente informati sulle sorti dell'ordine (come prevede l'art. 19 comma 3 del Regolamento).

Le effettive modalità di perfezionamento dell'ordine (a seconda che implicino o meno il contatto diretto con l'intermediario) incidono naturalmente anche sulle modalità per l'esercizio del diritto di revoca previsto all'art. 27 del Regolamento, che verrebbe comunicato dall'investitore all'uno o all'altro soggetto.

Il rapporto investitore-emittente

Da ultimo, sarebbe auspicabile che il regolatore ovviasse alla scarna descrizione della fase successiva alla sottoscrizione dell'investimento, specificando eventuali diritti a partecipare alla vita sociale dell'impresa nonché l'informativa sull'andamento della stessa.

Regole di condotta dei gestori di portale (art. 14-25)

In tema di regole di condotta cui devono attenersi i gestori di portali, si richiede una precisazione di ordine generale. Infatti, la delega (art. 50-*quinquies*, comma 5, lett. b) del TUF) dispone l'individuazione di un "regime semplificato" per i clienti professionali: si chiede conferma all'Autorità che la disciplina del Regolamento sia da intendersi come indirizzata a tutti gli investitori, salvo per le disposizioni rivolte espressamente agli "investitori diversi dai clienti professionali" (come ad esempio, gli artt. 14, comma 3 e 16 comma 3), che detterebbero un presidio specifico per i soggetti assimilabili, nella disciplina generale, ai clienti al dettaglio.

Si ritiene poi utile puntualizzare alcuni presidi informativi previsti dal Regolamento, al fine di garantire certezza applicativa agli operatori del mercato.

In particolare si suggerisce che nel regolamento sia:

- rafforzato il *warning* sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziarie ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie, espresso dall'art. 14 in termini poco incisivi
- resa dal gestore l'informativa sull'attività di consulenza svolta dallo stesso o da terzi per la start-up, che può rappresentare una informazione significativa per valutare l'offerta sia per dal punto di vista industriale, sia per comprendere la natura del coinvolgimento del gestore di portale
- reso meno incerto il confine dei possibili servizi a valore aggiunto forniti dal gestore del portale, che erano invece descritti diffusamente nelle risposte fornite al questionario
- allineato, per quanto possibile, il contenuto degli articoli del regolamento sulle informazioni da rendere al cliente e quello dell'allegato A3, indicato come modello di riferimento.

Disciplina dell'offerta (art. 26-27)

Nella parte del regolamento dedicata alla disciplina dell'offerta, sono rimesse al gestore le verifiche circa la sussistenza di una serie di requisiti, quali:

- l'avvenuta sottoscrizione del 5% del capitale da parte di investitori professionali, quale condizione per l'ammissione al portale
- la presenza, nello statuto o nell'atto costitutivo della start-up, di un meccanismo di *way out* per l'investitore diverso dal cliente professionale, nel caso di trasferimento del controllo (clausola di recesso o di co-vendita).

In generale, preme sottolineare l'importanza dell'effettività dell'azione di vigilanza e di *enforcement* relativa a tali obblighi per la costruzione di una buona reputazione delle offerte tramite portale, che in questa fase è tutta da costruire e che, come noto, basta poco a distruggere.

Infine, si suggerisce che il regolamento includa nella categoria degli investitori professionali in grado di sottoscrivere il 5% del capitale, anche gli investitori informali come, ad esempio, i *business angel*.