

Spett.  
CONSOB  
Divisione Strategie Regolamentari  
Via G.B.Martini, n.3  
00198 ROMA RM

Roma, 30 Aprile 2013

Oggetto:

OSSERVAZIONI DELL'ASSOCIAZIONE NAZIONALE DEI DIRETTORI AMMINISTRATIVI E FINANZIARI (A.N.D.A.F.) AL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE SUL REGOLAMENTO IN MATERIA DI "RACCOLTA DI CAPITALI DI RISCHIO DA PARTE DI START-UP INNOVATIVE TRAMITE PORTALI ON-LINE"

Egregi Signori,

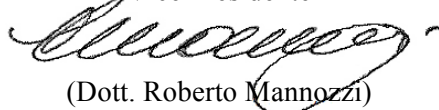
desideriamo innanzi tutto ringraziare codesta Autorità per l'opportunità offerta alla nostra associazione di partecipare, attraverso analisi e commenti, all'esame del documento in consultazione descritto in oggetto.

Il nostro Comitato Tecnico "Corporate Governance e Compliance" dell'ANDAF – che rappresenta un organismo tecnico consultivo dell'ANDAF - Associazione Nazionale Direttori Amministrativi e Finanziari, ha esaminato il documento in consultazione e ha svolto alcune analisi e approfondimenti che hanno consentito di individuare alcuni aspetti che riteniamo meritevoli di segnalazione.

A tal riguardo, quindi, si trasmette in allegato un documento che riassume, attraverso commenti e proposte, punti d'interesse che presentano problematiche o criticità, nell'augurio che quanto evidenziato possa essere utile alla redazione - nella sua forma definitiva - del provvedimento in esame.

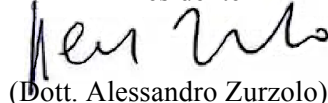
Rimanendo a disposizione per eventuali ulteriori approfondimenti, cogliamo l'occasione per inviare i nostri più distinti saluti.

ANDAF  
Associazione Nazionale  
Direttori Amministrativi e Finanziari  
Vice Presidente



(Dott. Roberto Mannozi)

ANDAF  
Comitato Tecnico  
Corporate Governance e Compliance  
Il Presidente



(Dott. Alessandro Zurzolo)

Allegato alla lettera del 30 Aprile 2013 dell'Andaf alla CONSOB

OSSERVAZIONI DELL'ASSOCIAZIONE NAZIONALE DEI DIRETTORI AMMINISTRATIVI E FINANZIARI (A.N.D.A.F.) AL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE SUL REGOLAMENTO IN MATERIA DI "RACCOLTA DI CAPITALI DI RISCHIO DA PARTE DI START-UP INNOVATIVE TRAMITE PORTALI ON-LINE"

Premessa

Esprimendo vivo apprezzamento per l'iniziativa della CONSOB, che, in un momento di crisi come quello attuale, offre un valido strumento per consentire a progetti imprenditoriali innovativi e promettenti di reperire capitale di rischio a costi contenuti, ANDAF fornisce di seguito alcune osservazioni e commenti al documento in consultazione; in particolare, l'Associazione si è focalizzata sulla PARTE II – REGISTRO E DISCIPLINA DEI GESTORI DI PORTALI del Regolamento, prendendo in esame gli articoli e commenti CONSOB ad essi pertinenti e privilegiando le esigenze di disclosure che consentano di incrementare l'efficienza del meccanismo della raccolta del pubblico risparmio

Titolo III - Regole di condotta

Art. 14 (Obblighi di correttezza)

1. Il gestore opera con diligenza, correttezza e trasparenza evitando che gli eventuali conflitti di interesse che potrebbero insorgere nello svolgimento dell'attività di gestione di portali incidano negativamente sugli interessi degli investitori e degli emittenti e assicurando la parità di trattamento dei destinatari delle offerte che si trovino in identiche condizioni.
2. Il gestore fornisce agli investitori, in forma comprensibile, informazioni corrette, chiare e non fuorvianti in merito all'offerta affinché gli stessi possano ragionevolmente comprendere la natura dell'investimento, il tipo di strumenti finanziari offerti e i rischi ad essi connessi e prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole.
3. Il gestore richiama altresì l'attenzione degli investitori diversi dai clienti professionali sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie. Il gestore non diffonde notizie non coerenti con le informazioni pubblicate sul portale e si astiene dall'influenzare l'andamento delle adesioni alle singole offerte.
4. Il gestore garantisce che le informazioni fornite tramite il portale siano aggiornate, accessibili almeno per i dodici mesi successivi alla chiusura delle offerte e rese disponibili agli interessati che ne facciano richiesta per un periodo di cinque anni dalla data di chiusura dell'offerta.

Ad integrazione dei commenti CONSOB riferiti all'art. 14, e, in particolare, in relazione alla riflessione "si è ritenuto opportuno prevedere che l'investitore (retail) possa accedere alle sezioni del portale ove è possibile aderire alle offerte solo se dia prova di avere preso visione dell'informativa fornita dal gestore e di averne compreso i tratti essenziali (tramite apposito questionario)", a parere dell'Associazione sarebbe opportuno specificare in dettaglio le caratteristiche delle società start-up innovative, contraddistinte, come è noto, dalla

contemporanea presenza di circostanze che rendono estremamente complessa la stima del capitale economico di dette società.

Usando l'espressione in lingua inglese No History, No Earnings, No Comparables si ottiene una sintesi estrema delle problematiche di seguito evidenziate che, a parere della scrivente, dovrebbero essere brevemente illustrate nel questionario fornito dal gestore del portale al potenziale investitore retail.

Infatti un'autentica comprensione dei rischi e delle caratteristiche di profittabilità dell'investimento in quote di una start-up può perfezionarsi solo attraverso la consapevolezza che la società che intende raccogliere capitale di rischio:

- 1) non può avere un passato (da cui trarre informazioni utili per la stima del trend del business) per intrinseche necessità di novità – No History;
- 2) è molto improbabile che nei primi anni di vita sia in grado di distribuire dividendi agli azionisti (non consentendo, per il periodo iniziale di vita, alcuna remunerazione dell'investimento)- No Earnings;
- 3) non può essere assimilata ad altre realtà, che per quanto possano presentare tratti simili, farebbero perdere la caratteristica novità; la società nascente deve pertanto configurarsi come un unicum e l'investitore dovrà dimostrare di aver compreso a fondo i tratti essenziali del progetto imprenditoriale, nonché le prospettive di sviluppo del business nel mercato di riferimento prima di assumere una razionale scelta di investimento - No Comparables.

#### Art. 15 (Informazioni relative alla gestione del portale)

1. Nel portale sono pubblicate in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche attraverso l'utilizzo di tecniche multimediali, le informazioni relative a:

- a) il gestore, i soggetti che detengono il controllo, i soggetti aventi funzioni di amministrazione, direzione e controllo;
- b) le attività svolte;
- c) le modalità per la trasmissione degli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti tramite il portale alle banche o alle imprese di investimento autorizzate ovvero di esecuzione dei medesimi nel caso in cui l'attività di gestione del portale sia svolta da una banca o un'impresa di investimento annotata nella sezione speciale del registro;
- d) gli eventuali costi a carico degli investitori;
- e) le misure adottate per ridurre e gestire i rischi di frode;
- f) le misure adottate per assicurare il corretto trattamento dei dati personali e delle informazioni ricevute dagli investitori ai sensi del d.lgs. 30 giugno 2003 n. 196 e successive modificazioni;
- g) le misure adottate per gestire i conflitti di interessi;
- h) le misure predisposte per la trattazione dei reclami;
- i) i meccanismi previsti per la risoluzione stragiudiziale delle controversie;
- j) le informazioni aggregate sulle offerte svolte attraverso il portale e sui rispettivi esiti;

- k) la normativa di riferimento, il collegamento ipertestuale al registro nonché alla sezione di investor education del sito internet della Consob;
- l) gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob;
- m) ove predisposte, le iniziative che il gestore si riserva di adottare nei confronti degli emittenti in caso di inosservanza delle regole di funzionamento del portale.

Ad integrazione dei commenti CONSOB riferiti all'art. 15, in particolare in merito alla circostanza che "il portale deve effettuare una prima selezione dei progetti che intendono accedere al crowdfunding. Dall'analisi delle risposte aperte emerge che i partecipanti all'indagine si sono espressi con favore affinché il gestore - oltre a fungere "da vetrina" dando visibilità a tutte le start up - fornisca ulteriori servizi a "valore aggiunto" connessi con il più generico concetto di facilitazione della raccolta utilizzato dalla norma primaria",

si suggerisce di valutare se imporre espressamente al gestore del portale il mantenimento di un idoneo track record dei progetti censiti (oltre alla presenza di un sistema oggettivo di valutazione di fattibilità - elementi presenti in nuce nell'Art. 21 - Obblighi di conservazione della documentazione)<sup>1</sup>, con evidenza di quelli sviluppati e di quelli respinti, da inviare periodicamente a CONSOB, integrando l'Art. 23 (Comunicazioni alla Consob) al fine di consentire una obiettiva valutazione delle capacità di selezione del gestore medesimo e per impedire che progetti rifiutati per obiettive carenze da un gestore possano essere riproposti a gestore diverso, con proliferazione di costi.

Inoltre, l'istituzione di una "Anagrafe dei Progetti", con attribuzione di codici identificativi individuali, potrebbe agevolare ogni tipo di analisi a consuntivo sulle attività svolte, sia a livello di singolo portale, sia a livello di settore.

L'analisi statistica periodica del processo di selezione svolto dai gestori dei portali consentirebbe l'individuazione dei gestori più efficienti e, al contempo, la correzione dell'operato di quelli meno efficienti (se non addirittura la adozione di provvedimenti cautelari o sanzioni per portali che presentino evidenti lacune nel processo di selezione)- in tal caso si potrebbe anche integrare il Titolo IV - Provvedimenti sanzionatori e cautelari, con una specifica previsione afferente all'inadeguatezza della metodologia di selezione dei progetti.

#### Art. 16 (Informazioni relative all'investimento in start-up innovative)

1. Il gestore fornisce agli investitori diversi dagli investitori professionali, in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche mediante l'utilizzo di tecniche multimediali, le informazioni relative all'investimento in strumenti finanziari di start-up innovative, riguardanti almeno:

- a) il rischio di perdita dell'intero capitale investito;
- b) il rischio di illiquidità;
- c) il divieto di distribuzione di utili ai sensi dell'art. 25 del decreto;
- d) il trattamento fiscale di tali investimenti (con particolare riguardo alla temporaneità dei benefici ed alle ipotesi di decadenza dagli stessi);

---

<sup>1</sup> E presenti nella Relazione sull'attività di impresa da redigere a cura del gestore del portale (allegato 2), nonché nelle Informazioni da fornire sulla singola offerta (allegato 3); sul punto, tuttavia si osserva che la locuzione "modalità" non è sinonimo di "sistema oggettivo di valutazione": dalla presenza di idonee procedure di selezione dei progetti si può anche contemperare l'esigenza di *compliance* con la disciplina della responsabilità penale amministrativa di cui al d.lgs. 231/01

- e) le deroghe al diritto societario previste dall'articolo 26 del decreto nonché al diritto fallimentare previste dall'articolo 31 del decreto;
- f) le modalità di presentazione delle informazioni relative alle offerte tramite il portale;
- g) l'illustrazione dei contenuti tipici di un business plan.

2. Il gestore rende noto che gli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari raccolti tramite il portale sono trasmessi a una banca o impresa di investimento che ne cura il perfezionamento sulla base di un contratto per la prestazione di servizi di investimento stipulato con l'investitore e in applicazione delle regole di condotta previste dal Testo Unico e dalla relativa disciplina di attuazione.

3. Il gestore assicura che possano accedere alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle singole offerte solo gli investitori diversi dagli investitori professionali che abbiano dichiarato di avere preso visione delle informazioni indicate alle lettere da a) a e) del comma 1 e di aver compreso le caratteristiche essenziali e i rischi principali connessi all'investimento in start-up innovative per il tramite di portali.

Oltre ai commenti svolti all'art. 14 sarebbe forse opportuno che il commento Consob facesse richiamo anche quelli relativi all'art. 17, che prevede per l'informativa resa per le singole offerte: "Nella sezione del questionario per l'indagine conoscitiva dedicata agli investitori retail (...) è stato chiesto di indicare quali siano le "informazioni chiave" che potrebbero orientare le scelte di investimento. In tal senso sono emersi quali elementi principali il progetto imprenditoriale (...), i piani strategici e operativi dell'azienda (81%), il curriculum vitae degli amministratori (63%) e i rischi associati all'iniziativa imprenditoriale (47%).

Quanto ai rischi ritenuti più significativi sono stati individuati (84% dei rispondenti) il rischio di perdita del capitale e quello di carenza di informazioni successive all'offerta con riferimento all'investimento in start-up innovative, mentre in relazione ai rischi connessi al fatto che l'offerta avvenga on-line a preoccupare gli investitori sono le probabilità di essere truffati (72%) e, anche con riferimento all'offerta, la carenza di informazioni (50%).

In coerenza con quanto appena evidenziato, la quasi totalità dei rispondenti (94%) ritiene che sussista la necessità di prevedere degli obblighi di informazione verso gli investitori da parte dei gestori dei portali con riferimento alle caratteristiche e ai rischi generalmente associati all'investimento in start-up innovative, e (97%) che il portale debba fornire le indicazioni che consentano un agevole accesso al set informativo relativo allo specifico emittente".

Al riguardo, si ritiene opportuno evidenziare che, pur essendo molto rilevanti gli elementi contenuti nell'art.16, essi potrebbero non essere sufficienti ad assicurare un idoneo feedback da parte dell'investitore retail sulla reale percezione dell'investimento nella specifica start-up innovativa: specie l'illustrazione dei contenuti tipici di un business plan [lettera g)] richiederebbe, per un pieno e consapevole apprezzamento da parte di un investitore retail, conoscenze molto specialistiche in materia di economia, contabilità, matematica finanziaria, statistica, econometria, finanza e di altre materie che non è detto siano parte del patrimonio culturale dell'investitore medesimo. A titolo di esempio, basti considerare le analisi svolte da Borsa Italiana S.p.A. sui business plan in relazione all'istruttoria che precede il rilascio del provvedimento di ammissione alla quotazione di una società nei mercati regolamentati e gestiti dalla medesima Borsa Italiana S.p.A.; per tale motivo si proporrebbe una "tipizzazione" della parte del questionario finalizzata alla reale percezione del business plan

con una serie di domande prestabilite che consentano di appurare la piena consapevolezza di un investitore retail nell'attuare la decisione di investimento.

Art. 17 (Informazioni relative alle singole offerte)

1. In relazione a ciascuna offerta il gestore pubblica:

- a) le informazioni indicate nell'Allegato 3 al presente Regolamento e ne aggiorna senza indugio il contenuto in caso di variazioni intervenute o di errori materiali rilevati nel corso dell'offerta, portando contestualmente ogni aggiornamento a conoscenza dei soggetti che hanno aderito all'offerta. Le informazioni relative all'offerta sono pubblicate attraverso una scheda sintetica redatta secondo il modello contenuto nell'Allegato 3;
- b) le informazioni e le istruzioni pratiche in merito al diritto di recesso;
- c) la periodicità e le modalità con cui verranno fornite le informazioni sullo stato delle adesioni, l'ammontare sottoscritto e il numero di aderenti;
- d) le commissioni e i costi posti a carico degli investitori;
- e) la legge applicabile e il foro competente;
- f) la lingua o le lingue in cui sono comunicate le informazioni relative all'offerta.

2. Le informazioni indicate al comma 1 possono essere altresì fornite mediante l'utilizzo di tecniche multimediali. Il gestore consente l'acquisizione delle informazioni elencate al comma 1 su supporto durevole.

Nella sezione dei commenti CONSOB all'art.17 emerge che "il portale potrebbe anche svolgere un servizio volto a consentire una comunicazione diretta tra l'emittente e gli investitori (sezione riservata del sito per contatti diretti, blog tra investitori) nonché facilitare la partecipazione alla vita societaria da parte di questi ultimi (sistemi di rappresentanza assembleare, voto elettronico). I rispondenti alle domande della sezione dedicata agli investitori professionali hanno identificato, quali "informazioni chiave" per la scelta d'investimento: i piani strategici e operativi dell'azienda (ritenuto informazione chiave dal 100% dei rispondenti), il curriculum vitae degli amministratori (100%) e il progetto imprenditoriale (83%)".

A tale riguardo si sottolinea la contemporanea presenza di problemi afferenti, da un lato, all'esigenza di tutela della riservatezza per alcuni documenti obiettivamente riservati, come i piani strategici e operativi dell'azienda e il progetto imprenditoriale, e dall'altro la necessità che le informazioni rese in merito ai curriculum vitae degli amministratori siano comunque oggetto di forme di verifica in capo ai gestori dei portali, vista la centrale importanza assunta nel progetto imprenditoriale.

Si rappresenta, infatti, che nello svolgimento dell'istruttoria che precede il rilascio del provvedimento di ammissione alla quotazione di una società nei mercati regolamentati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. viene svolta una specifica attività sul management che viene sottoposto al Quotation Management Admission Test, proprio al fine di valutarne l'idoneità alla gestione dell'impresa.

Art. 19 (Obblighi in capo alle banche e alle imprese di investimento che ricevono gli ordini dal gestore)

1. Le banche e le imprese di investimento che ricevono da un gestore gli ordini di un investitore relativi agli strumenti finanziari ne curano il perfezionamento sulla base di un contratto per la prestazione di servizi di investimento stipulato con l'investitore.

2. Ai fini dello svolgimento dell'attività prevista al comma 1, le banche e le imprese di investimento applicano, in ragione dei servizi o attività di investimento effettivamente prestati nei confronti dell'investitore, le pertinenti regole di condotta previste dal Testo Unico e dalla relativa disciplina di attuazione.

3. Le banche e le imprese di investimento mantengono costantemente informato il gestore sull'esito degli ordini dal medesimo trasmessi.

I commenti CONSOB descrivono “a carico degli intermediari che ricevono gli ordini dai gestori il rispetto delle regole di condotta disciplinanti la prestazione di servizi di investimento (profilatura del cliente, valutazione della coerenza dell'investimento rispetto alle caratteristiche del medesimo, etc.).

Al fine di garantire una maggiore tutela all'investitore in presenza di offerte aventi ad oggetto prodotti potenzialmente ad elevato rischio, si è infatti ritenuto di ricondurre l'attività svolta dal soggetto abilitato nell'ambito dei servizi di investimento.

In tal modo si è di fatto incardinata la tutela del cliente in capo a soggetti già dotati di un apparato organizzativo procedurale in grado di assicurare concreti presidi di correttezza e trasparenza (...) anche afferenti alla valutazione di adeguatezza/appropriatezza”.

In merito ai presidi MIFID per la tutela dell'investitore, ci si riconnette con quanto evidenziato in precedenza in merito alla necessaria verifica della esaustiva comprensione dei rischi e delle prospettive reddituali dell'investimento in start-up innovative, in funzione delle caratteristiche peculiari di queste ultime. Solo dopo aver ottenuto i necessari riscontri da parte dell'investitore retail circa detta comprensione, i concetti di correttezza e trasparenza, nonché di adeguatezza/appropriatezza potranno acquisire la necessaria efficacia.

In caso contrario, proprio in ragione delle specifiche caratteristiche di unicità dell'investimento in start-up innovative, anche in presenza di importi finanziari contenuti, i presidi MIFID dovrebbero essere addirittura interpretati nel modo più restrittivo/rigoroso possibile, perché, salva la circostanza che il singolo investitore retail sia esperto del particolare business in cui opera la start-up in cui vuole investire, sia la consapevolezza, sia la suitability dell'investimento potrebbero essere molto episodiche.

\* \* \* \* \*