

Spett. le CONSOB
Divisione Strategie regolamentari
(invio tramite SIPE-
Sistema Integrato
per l'esterno)

Oggetto: Documento di consultazione Consob sul regolamento in materia di “Raccolta di capitale di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on-line*”

Il Decreto crescita-*bis* (decreto legge 18 ottobre 2012, n. 183, convertito con la legge 17 dicembre 2012, n. 221), nel disciplinare la figura delle *start-up* innovative, ha introdotto, con vincoli non sempre giustificati, un nuovo strumento di raccolta di capitali: i portali *on-line*¹. L'attività di gestione di portali è un'attività di natura riservata che può essere esercitata da tre soggetti: le imprese di investimento, le banche autorizzate all'esercizio dei relativi servizi di investimento e i soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob.

La Consob è chiamata ad emanare le disposizioni attuative in tema di: requisiti per i soggetti iscritti nell'albo Consob abilitati a gestire tali portali; regole di condotta per tali gestori; disciplina delle offerte al pubblico realizzate attraverso i portali. La Consob, dopo aver effettuato, nel gennaio scorso, una preliminare indagine mediante la diffusione di un questionario, esercita, ora, le deleghe contenute nel Tuf e propone una bozza di regolamento.

Come già rappresentato in sede di risposta al questionario, è apprezzabile la previsione di una qualche disciplina per l'*equity crowdfunding* che potrebbe incentivare forme di finanziamento alternative per le piccole e medie imprese. La Consob è chiamata a un compito non facile, dovendo trovare un punto di equilibrio tra la semplificazione all'accesso al mercato finanziario da parte delle *start-up* ed eventuali forme di tutela degli investitori, in uno scenario italiano in cui canali alternativi di finanziamento, quali quelli rappresentati dai sistemi multilaterali di negoziazione destinati al *listing*, non hanno contribuito efficacemente al rilancio delle imprese sui mercati. La difficoltà di accesso a fonti di finanziamento, diverse da quelle bancarie in un momento di *credit crunch*, da parte di piccole e medie imprese è al centro anche di molte iniziative sia della Commissione Europea (*Green Paper* su *Long Term Financing*) sia di altri importanti paesi europei.

¹ Si vedano gli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* Tuf.

La creazione di canali alternativi di finanziamento (sia di capitale che di debito), spesso di dimensioni irrisorie, deve comportare per le imprese oneri sensibilmente inferiori rispetto a quelli presenti su un mercato regolamentato, pena l'inutilità dello strumento. Anzi, un'accentuata regolamentazione dei portali *on-line* e un'estensione quasi automatica della disciplina degli intermediari può comportare l'eccessivo affidamento degli investitori sulla qualità dell'investimento, per sua natura molto rischioso perché l'impresa è in fase nascente. In tal senso, ove possibile, una generale semplificazione di molti degli obblighi proposti appare auspicabile, anche perché l'attività regolata rappresenta una novità e la regolamentazione potrebbe adattarsi successivamente all'evoluzione del fenomeno, invece che tararsi da subito a livelli che rischiano di scoraggiarlo.

Nella bozza in consultazione, l'obiettivo generale di tutela del contraente debole (e cioè dell'investitore non professionale) posto alla base dell'intera disciplina, si realizza fondamentalmente attraverso la previsione di un articolato regime informativo in capo al gestore del portale. Tale regime informativo deve consentire all'investitore di comprendere: la natura dell'attività svolta dal portale; la natura, le specificità e le rischiosità degli strumenti finanziari emessi dalle *start up*; le specifiche caratteristiche di ogni singola offerta. Un particolare rilievo assume in questa ottica il principio per cui gli investitori possono accedere alla sezione del portale tramite la quale è possibile aderire alle offerte solo se si dia prova di avere preso conoscenza e compreso le informazioni rese disponibili.

La filosofia di un intervento basata su presidi di trasparenza e l'equilibrio che questa impostazione realizza tra la necessità di favorire questo tipo di raccolta e la tutela degli investitori sembra però talvolta minata da taluni profili della disciplina proposta.

In primo luogo, alcune disposizioni previste per i gestori dei portali sono mutate dalla disciplina degli intermediari autorizzati ai servizi di investimento; si pensi, per esempio, all'obbligo di allegare, alla domanda di iscrizione, un programma di attività e una relazione sulla struttura organizzativa, quest'ultima da trasmettere alla Consob su base annuale, similmente a quanto già fanno gli intermediari autorizzati. Ciò, per un verso, risulta particolarmente oneroso e, per altro verso, assimila il gestore alle imprese di investimento.

In secondo luogo, la Consob, quando il portale è gestito da un soggetto iscritto nel registro, prevede che, oltre agli obblighi di trasparenza e correttezza sopra richiamati, si applichino anche le regole sui servizi di investimento e quindi l'investitore, che deve stipulare con la banca un contratto per il servizio di investimento, sarà tutelato anche dalle norme di condotta del Tuf; in questo ultimo caso, quindi, è stato previsto dalla Consob un regime perfino più oneroso rispetto a quello applicabile nel caso in cui il portale *on line* sia gestito da banche o imprese di

investimento. Alla luce di quanto sopra esposto sarebbe opportuno rimodulare alcune disposizioni.

Peraltro, la disciplina Mifid, richiamata nel documento, non sembra applicabile alle quote di srl (forma giuridica che potrebbe essere scelta dalle *start-up*) che non appaiono riconducibili agli strumenti finanziari. Riteniamo, quindi, che tali previsioni possano essere semplificate in quanto potrebbero ingessare lo sviluppo dell'attività di gestione dei portali e disincentivare soggetti, diversi da banche e imprese di investimento, ponendoli in una situazione di svantaggio competitivo.

Inoltre, la Consob richiede, quale condizione per l'ammissione delle offerte sul portale, che l'atto costitutivo o lo statuto dell'emittente prevedano il diritto di recesso dalla società o il diritto di co-vendita nel caso in cui vi sia la cessione del controllo a terzi successivamente all'offerta; riteniamo che la tutela degli investitori vada realizzata attraverso la trasparenza sugli assetti proprietari, sui rischi collegati all'acquisto di partecipazioni di minoranza e sulle informazioni sul nuovo acquirente, come garantito dal regolamento (art. 16). Ciò è in linea con l'orientamento espresso dalla maggior parte degli investitori potenziali che ha segnalato di sentirsi maggiormente tutelata dalle informazioni sul nuovo acquirente piuttosto che dalla possibilità di rivendita (art. 26): l'imposizione di siffatte cautele costituirebbe un'eccezione rispetto alla disciplina attualmente prevista per le società chiuse e per le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, per le quali sussistono analoghe problematiche di liquidabilità dell'investimento e per le quali, tra l'altro, non vi è la garanzia di sottoscrizione di una quota dell'investimento da parte di investitori professionali, come invece accade per le *start-up* innovative. La previsione di meccanismi di tutela volti a garantire il disinvestimento in caso di cessione del controllo, come ad esempio l'imposizione di obblighi d'acquisto, è un'opzione che dovrebbe essere lasciata all'autonomia privata, anche per ragioni di coerenza sistematica. Tuttavia, in subordine, qualora non venisse accettata la richiesta di eliminazione delle previsioni citate, potrebbe essere opportuno limitare il diritto di recesso o co-vendita alle ipotesi in cui la cessione fosse stata effettuata a soggetti diversi da quelli già nella compagine azionaria, quali ad esempio, *venture capitalists*, che ben potrebbero essere presenti nel capitale delle *start-up*.

In allegato, sono fornite alcune osservazioni puntuali sulle proposte regolamentari.

Roma, 30 aprile 2013

Allegato

Art. 2, lett. j)

Nella definizione di investitori professionali potrebbe essere opportuno aggiungere i clienti professionali su richiesta, previsti dall'Allegato 3 al Regolamento Intermediari; questi ultimi potrebbero essere interessati a sottoscrivere il capitale di rischio di *start-up* senza tuttavia necessitare di quelle tutele che sono previste per gli investitori non professionali.

Art. 7

La previsione richiede al gestore del portale di allegare alla domanda di iscrizione al registro un programma di attività e una relazione sulla struttura organizzativa, quest'ultima da trasmettere alla Consob su base annuale; la previsione, che è stata mutuata dalle regole per gli intermediari autorizzati, appare onerosa e potrebbe disincentivare l'attività di gestione dei portali, soprattutto in una prima fase di avvio dell'attività. Per tali ragioni riteniamo potrebbe essere espunta la richiesta di allegazione del programma di attività e della relazione sulla struttura organizzativa.

Art. 8, comma 1

La disposizione prevede che la Consob accerti i requisiti di professionalità e onorabilità e deliberi sulla domanda entro 60 giorni. L'iscrizione al registro può essere negata quando dalla verifica delle suddette condizioni, non risulta "garantita la capacità del soggetto di esercitare correttamente la gestione del portale".

La disposizione in commento sembra attribuire all'autorità pubblica un ampio margine di discrezionalità nel consentire l'iscrizione, mentre la norma primaria subordina l'iscrizione al semplice possesso dei requisiti richiesti. Peraltro crediamo che la corretta o non corretta gestione del portale possa essere valutata dalla Consob, non al momento iniziale, ma successivamente, essendo comunque chiamata a svolgere un'attività di vigilanza su tali soggetti. L'impostazione proposta nel documento di consultazione potrebbe penalizzare i gestori, diversi da banche e imprese di investimento, che si affacciano per la prima volta sul mercato dei capitali, e sono connotati da un assetto organizzativo meno strutturato.

Per le motivazioni suesposte crediamo, in primo luogo, che il termine per deliberare sulla domanda di iscrizione dovrebbe possa essere ridotto a 30 giorni, essendo chiamata la Consob a effettuare un mero accertamento sulla sussistenza dei requisiti di onorabilità e professionalità, riscontrabili in via documentale e che, in secondo luogo, l'ultima parte del comma 1 sulla possibilità di negare l'iscrizione in caso non sia garantita la capacità del soggetto di esercitare correttamente la gestione del portale dovrebbe essere eliminata.

Art. 10, comma 2

Il comma 2 del citato articolo declina i requisiti di professionalità che devono possedere i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso i gestori, privilegiando i profili di natura economico-finanziari. Potrebbe essere opportuno prevedere, tra i requisiti che devono possedere i predetti soggetti, anche le professionalità di natura tecnico-scientifica, quali lo svolgimento di attività professionali qualificate in settori tecnologici innovativi o l'insegnamento universitario in materie tecniche o ancora funzioni tecniche presso enti pubblici o privati di ricerca. Ciò consentirebbe di valorizzare anche quelle professionalità tecniche in grado di valutare la validità del progetto della *start up*, non solo sotto il profilo della sostenibilità finanziaria, ma anche dell'innovazione e potrebbe ampliare la possibilità di svolgere tali attività di gestione del portale facendovi partecipare una più ampia platea di soggetti. Peraltro, la norma primaria non sembra imporre che "tutti" i soggetti apicali debbano possedere gli stessi requisiti ma che essi possano essere differenziati o, anche, previsti solo per alcuni componenti gli organi di amministrazione e controllo.

Art. 13, comma 1, lett. e)

Tra le cause di cancellazione dal registro la Consob prevede l'inattività protratta per un periodo superiore a 24 mesi; riteniamo tuttavia che tale previsione, mutuata dalla disciplina sui servizi di investimento, non debba essere replicata per l'attività di gestione dei portali, sia alla luce del fatto che non è allo stato possibile sapere se e in che modo l'*equity crowdfunding* funzionerà effettivamente, quali, quanti progetti e con quale frequenza siano da finanziare, sia perché non riteniamo sussistano conseguenze pregiudizievoli conseguenti al mantenimento dello *status* di gestore dei portali. Di ciò si dovrebbe tenere conto soprattutto in una prima fase di avvio delle attività.