

Prot. n. 33/04/13

Inviato tramite SIPE – Sistema Integrato Per l’Esterno

Milano, 30 aprile 2013

CP/sg

Spett.le
CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via GB Martini, 3
00198 - ROMA

Oggetto: Regolamento in materia di “Raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on line*” – Risposta alla consultazione

1. Premessa

Preliminarmente si desidera ringraziare la Consob per l’opportunità di partecipare ai lavori concernenti la emananda disciplina in materia di raccolta di capitali di rischio da parte di *start up* innovative tramite portali *on line* (di seguito “**Regolamento**”).

Al riguardo, deve innanzitutto segnalarsi che gli intermediari che hanno preso parte al dibattito associativo hanno manifestato, in via generale, alcune perplessità concernenti il limitato ambito applicativo della normativa *de qua*.

Sebbene sia chiaro che il perimetro di applicazione della disciplina predetta è stato definito in sede di normativa primaria (nell’ambito del Decreto Legge 179/2012, c.d. Decreto Crescita *bis*) ed è, conseguentemente, sottratto alla potestà regolamentare della Consob, la scrivente Associazione ritiene comunque utile segnalare l’auspicio, emerso dal confronto col sistema, che i benefici introdotti dalla normativa in materia di *start up* innovative possano essere estesi anche ad altre *start-up* che operino in settori merceologici differenti.

Svolte le premesse di carattere generale sopra riportate, Assosim, previo confronto con le associate, offre il proprio contributo al dibattito formulando le osservazioni che seguono.

2. Osservazioni al Regolamento in consultazione

Dal punto di vista organizzativo e strutturale, si ritiene utile che venga precisato se il gestore del portale debba dotarsi di una funzione “dedicata” all’analisi ed alla selezione dei progetti lanciati dalle *start up* innovative nonché di una struttura *ad hoc* per la gestione di tutte le attività connesse al ruolo di gestore ricoperto. La stessa precisazione andrebbe svolta con riferimento alle banche e alle imprese di investimento, per le quali dovrebbero essere specificati i requisiti organizzativi richiesti per lo svolgimento dell’attività e il livello di eventuale <separatezza funzionale> rispetto alle altre funzioni di *business*.

Selezione dei progetti ed offerta sui portali: con riferimento alle modalità di selezione dei progetti si domanda se, in considerazione della obiettiva difficoltà di prevedere in seno ai gestori la presenza di soggetti svolgenti funzioni di amministrazione, direzione e controllo che siano in grado di valutare le proposte sotto ogni punto di vista (tecnico-scientifico, economico-finanziario, etc), non debba essere considerata la possibilità per il gestore di farsi supportare in tale attività di prima scrematura dei progetti da soggetti incubatori (e in particolare da incubatori di *start-up* innovative certificati¹), se non, addirittura, di demandare in toto tale attività a quest’ultimi. Questa opportunità consentirebbe di non appesantire eccessivamente l’attività dei portali e, nel contempo, proprio in virtù dell’esperienza maturata e dei requisiti richiesti a tali soggetti, con tutta probabilità, costituirebbe per i potenziali investitori un’ulteriore garanzia sulla bontà del progetto.

Art. 2 - Definizioni: si rileva l’opportunità che la nuova normativa chiarisca, già in sede definitoria, se il gestore del portale possa svolgere attività connesse e strumentali e, in caso affermativo, fornisca una elencazione delle stesse, che andranno poi specificate nell’informativa sintetica da pubblicarsi ai sensi dell’art. 15, comma 1, lett. b) del Regolamento stesso. Il tema è rilevante attesa la natura “esclusiva” dell’oggetto sociale del gestore del portale il quale, pur nel rispetto di tale esclusività, ben potrebbe, a nostro avviso, fornire ulteriori servizi “a valore aggiunto”, come del resto condiviso dalla maggioranza dei partecipanti all’indagine conoscitiva effettuata dalla Consob, di cui è dato conto anche nel commento al citato art. 15 del Regolamento.

Art. 14, comma 3, primo periodo: tra gli obblighi di correttezza imposti al gestore del portale l’articolo in commento prevede quello di richiamare “*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*”. Al riguardo si chiede di chiarire se l’avvertenza consista nell’obbligo di inserire tra le informazioni dovute al cliente un generico “*alert*”, volto anche ad evidenziare l’eventuale

¹ Di cui all’art. 25, comma 5 e seguenti del Decreto Crescita *bis*.

rischio che l'investimento possa essere non “adeguatamente rapportato” alle sue disponibilità finanziarie, ovvero debba tradursi in un obbligo di correttezza più profondo e articolato. In altri termini, si ritiene necessario che l'Autorità chiarisca se l'avvertenza di cui sopra possa legittimamente limitarsi ad un mero, ancorché severo, monito al cliente di valutare con attenzione la bontà dell'investimento anche in rapporto alle proprie disponibilità finanziarie.

Sarebbe inoltre opportuno che venisse chiarito se per “disponibilità finanziarie” si intendono le “disponibilità liquide” o se ci si debba riferire ad altri parametri. A giudizio di chi scrive, la precisazione di cui sopra si rende necessaria anche al fine di delimitare il perimetro preciso degli obblighi e delle responsabilità del gestore del portale.

Art. 14, comma 3, secondo periodo: si chiede di chiarire cosa debba intendersi precisamente per obbligo del gestore di “*astenersi dall'influenzare l'andamento delle adesioni alle singole offerte*”, posto che il naturale ruolo di “vetrina” dei progetti ricoperto dal gestore potrebbe in qualche modo confliggere con tale divieto.

Art. 15, comma 1, lettera c): le informazioni di cui al presente articolo rappresentano, probabilmente, uno dei temi più delicati del Regolamento in consultazione. Tale previsione impone l'obbligo, in capo al gestore del portale, di pubblicare le informazioni relative a “*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 da un'impresa di investimento annotata nella sezione speciale del registro*”. L'articolo in commento, nel richiedere la generica indicazione de “le modalità per la trasmissione degli ordini”, non chiarisce quale debba essere il <percorso> dell'ordine lungo il suo “ciclo di vita” e, in particolare, non chiarisce se il gestore del portale che “raccolge” l'ordine abbia l'obbligo di trasmetterlo:

- alla banca o impresa d'investimento indicata dal gestore del portale medesimo, presso la quale ciascun cliente abbia preventivamente aperto un deposito titoli e sottoscritto un contratto per la prestazione di servizi di investimento;
- alla banca o impresa di investimento indicata dalla *start up* emittente, presso la quale ciascun cliente abbia preventivamente aperto un deposito titoli e sottoscritto un contratto per la prestazione di servizi di investimento;
- alla banca o impresa di investimento di volta in volta comunicata dal cliente, presso la quale il cliente medesimo abbia preventivamente aperto un deposito titoli e sottoscritto un contratto per la prestazione di servizi di investimento.

Nel valutare le considerazioni sopra svolte si tenga presente che ciascuna delle soluzioni proposte, a parere della scrivente, ha dei risvolti pratici (e logistici) estremamente rilevanti: non ci si può infatti esimere dal rilevare che l'eventuale obbligo imposto al cliente di aprire un deposito titoli e di sottoscrivere un contratto per la prestazione di servizi di investimento presso un intermediario prescelto dal gestore del portale o dalla *start up* emittente comporterebbe, in capo al il cliente stesso, l'incremento di costi, oneri e difficoltà, anche logistiche, che, con ogni probabilità, scoraggerebbe a priori il cliente stesso dall'effettuare l'investimento e vanificherebbe quegli obiettivi di "crescita" perseguiti dal Legislatore con l'introduzione di tale normativa.

Art. 15, comma 1, lettera d): si chiede di conoscere se tra i costi che devono essere illustrati all'investitore siano ricompresi anche quelli applicati dall'intermediario cui viene trasmesso l'ordine per l'esecuzione². Richiamando le riflessioni svolte con riferimento all'articolo 2, sarebbe inoltre utile che l'articolo 15, nella parte in commento, specificasse l'obbligo di indicare i costi inerenti a tutte le attività svolte dal gestore, anche relative alla prestazione di servizi connessi e strumentali di cui l'investitore desideri eventualmente avvalersi.

Art. 17, comma 1, lettera b): nell'ambito delle informazioni relative alle singole offerte che il gestore ha l'obbligo di pubblicare, si chiedono chiarimenti in relazione a "*le informazioni e le istruzioni pratiche in merito al diritto di recesso*". Sul punto, si ritiene in particolare opportuno che venga chiarito se al cliente consumatore debba essere riconosciuto il diritto di recesso previsto dal Codice del Consumo ovvero dal Tuf e, in ogni caso, il rapporto tra questa disposizione e quella di cui al successivo articolo 27 (diritto di revoca).

Art. 17, comma 1, lettera c): in relazione all'obbligo del gestore di fornire informazioni periodiche sullo stato di adesioni, sull'ammontare sottoscritto e sul numero di aderenti alle singole offerte, si domanda come tali informazioni debbano essere date in caso di offerta al pubblico condotta su più portali ai sensi dell'art. 2, comma 1, lett. g), del Regolamento. Se da un lato, infatti, si ritiene che l'offerta da parte di più gestori favorisca il regime concorrenziale tra le piattaforme e consenta alle *start-up* nascenti di aumentare le probabilità di raccolta in breve tempo del capitale necessario; dall'altro lato si chiede come possa essere garantito un quadro informativo chiaro e completo all'investitore laddove, in presenza di più gestori di un medesimo progetto, i dati relativi all'andamento dello stesso siano necessariamente frammentati.

Art. 17, comma 1, lettera d): in analogia a quanto già osservato a commento della disposizione di cui all'art. 15, comma 1, lett. d), è opportuno chiarire anche in relazione alle

² Siano costi applicati dal gestore "di diritto" o dall'intermediario prescelto dal gestore di portale iscritto nel registro o dalla *start-up*.

informazioni che il gestore è tenuto a pubblicare sulle singole offerte, se i costi a carico degli investitori debbano includere anche quelli richiesti dall'intermediario cui il gestore del portale trasmetta l'ordine ai fini della sua esecuzione e altri eventuali costi e spese non direttamente riconducibili all'attività del gestore medesimo.

Art. 19: altro tema assai delicato, a parere della scrivente, è rappresentato dagli obblighi in capo alle banche e imprese di investimento che ricevono gli ordini dal gestore. In particolare, l'obbligo³ dei citati intermediari di perfezionare l'ordine ricevuto sulla base di un contratto di prestazione di servizi di investimento reca con sé l'ulteriore obbligo, per tali soggetti, di rispettare tutte le pertinenti regole di condotta previste dalla MiFID inclusi, come specificato anche nel commento di Consob all'art. 19 in discorso, quelli "afferenti alle valutazioni di adeguatezza/appropriatezza". Al riguardo, pare opportuno osservare che la trasmissione dell'ordine dal gestore del portale all'intermediario, dovrebbe più propriamente essere inquadrata nell'ambito del servizio di ricezione e trasmissione ordini, servizio che richiederebbe la sola valutazione di appropriatezza. Questa ricostruzione dovrebbe scongiurare il rischio di "ingessare" eccessivamente il meccanismo di partecipazione degli investitori *retail* a tali iniziative stroncandole sul nascere⁴ ed eviterebbe l'ulteriore rischio di snaturare il concetto di *equity crowdfunding* e, più in generale, di *crowdfunding* inteso come strumento "snello" di accesso ai finanziamenti, pur nel rispetto delle regole di salvaguardia dell'investitore.

Si resta a disposizione per eventuali chiarimenti e si coglie l'occasione per porgere i migliori saluti.

Il Segretario Generale
Gianluigi Gugliotta



³ Vedi commento all'art. 15, comma 1, lett. c) del Regolamento.

⁴ La volontà di semplificare le procedure di accesso a tale forma di finanziamento era del resto già stata espressa dal Legislatore stesso in sede di approvazione del Decreto Crescita *bis*.