



PROPOSTE DI MODIFICHE AL REG. 18592 CONSOB SULL' EQUITY CROWDFUNDING

Il Regolamento sull'equity crowdfunding (investimento on line in start-up e PMI innovative) ha dimostrato di non funzionare ed è stato universalmente criticato.

Nel 2014 la raccolta in Italia è stata di €1,3 milioni. In Germania €29,8 milioni, in Francia €18,9 milioni, in Olanda €11,2 milioni, in Spagna €10,5 milioni.

L'allargamento alle PMI innovative, incluso nel decreto Investment Compact, ha contribuito a risolvere il più grave dei limiti posti all'offerta. Ora è necessario agire per rimuovere i limiti posti alla domanda.

Per risolvere la situazione bastano piccoli interventi mirati da inserire in un Regolamento CONSOB, peraltro necessitato dall'obbligo di adeguamento a quanto previsto dall'Investment Compact (CONSOB ci sta già lavorando).

1) AFFIDAMENTO DELLA PROCEDURA MIFID ALLE PIATTAFORME

Sopra la soglia di rilevanza, il sistema definito dall'art. 17 del Reg. 18592 impone al Gestore Autorizzato la trasmissione di un ordine ad una banca o una impresa di investimento per la valutazione di adeguatezza e/o appropriatezza dell'investimento secondo la disciplina MIFID. Si tratta di un'analisi sostanzialmente corrispondente a quella che è in ogni caso richiesta dal Regolamento ai Gestori dei portali (sia sopra che sotto soglia), e quindi evidentemente ridondante, che rende all'investitore più laborioso procedere all'investimento, rispondendo due volte alle medesime domande. In altri Paesi comunitari non risultano doppi livelli o sovrapposizioni di questo tipo.

Per risolvere questo problema, la soluzione migliore sembra quella di permettere ai Gestori autorizzati di eseguire la verifica di appropriatezza, svincolandoli dall'obbligo di collaborazione con banche o imprese di investimento. Eventualmente, questa soluzione può essere accompagnata da un requisito di capitalizzazione della società che gestisce il portale, attualmente non previsto.

2) INVESTIMENTI SOTTO-SOGLIA

La soglia è troppo bassa (500€ per le persone fisiche); un investimento di poco sopra soglia comporta costi connessi estremamente elevati. Peraltro si tratta di un numero molto lontano dalla media di investimento, che in questo momento è di euro 10.250,00. Inoltre,

Conclusivamente, sugli investimenti "sotto soglia" si ritiene che:

- il valore dovrebbe essere innalzato ad euro 10.000,00;
- il limite annuo dovrebbe essere eliminato;
- la differenza tra persone fisiche e giuridiche potrebbe essere eliminata.



Il valore di 10.000,00 euro, peraltro, è esportabile senza particolari forme o procedure e quindi ipoteticamente investibile da un cittadino italiano su piattaforme di crowdfunding estere.

3) REGOLA DEL 5%

Attualmente, sulla base di una norma primaria, l'investimento non si perfeziona se il 5% non è sottoscritto da determinate tipologie di investitori professionali, per esempio i *business angel*.

La norma è controproducente poiché:

- a) gli investitori professionali operano in una propria logica di portafoglio, equilibrando alcuni investimenti con altri, diversi per numerosi parametri, che l'investitore *retail* non conosce;
- b) la norma dà troppo potere a questi investitori che possono strappare condizioni di favore rispetto agli altri e soggiogare l'azienda.

Finchè non venga modificata, o auspicabilmente abrogata, la norma primaria che attribuisce alla CONSOB il compito di disciplinare la fattispecie, la CONSOB potrebbe modificare almeno la norma regolamentare, facendo uso del potere conferitole dalla norma primaria, come segue:

- allargando la sfera delle "particolari categorie di investitori" che possono rientrare nell'aliquota;
- abbassando ulteriormente l'aliquota al 2% del capitale offerto in sottoscrizione.

L'allargamento delle categorie di investitori potrebbe avvenire nella direzione indicata dal paragrafo che segue, concernente la definizione degli investitori professionali.

4) INVESTITORI PROFESSIONALI

La norma primaria prevede che la CONSOB possa individuare le categorie di investitori ai fini della regola del 5% (par. 3 che precede).

Attualmente sono esclusi alcuni dei soggetti più pertinenti, come business angel e holding di partecipazione, che investono abitualmente in start-up. La soluzione ideale è quella già proposta, ad esempio, da USA, UK, Spagna ecc.: considerare professionali coloro che autocertificano un reddito superiore ad una certa soglia (es. 50.000,00 euro, come in Spagna, che corrisponde comunque ad una ridotta percentuale della popolazione).

5) ABOLIZIONE DELLA FORMA SCRITTA PER IL CONTRATTO DI INVESTIMENTO

Mentre il questionario MIFID non richiede forme particolari e può esser compilato anche via web, è previsto l'obbligo di forma scritta per il contratto di investimento a pena di nullità. Pertanto, le banche e le imprese di investimento che operano insieme ai gestori di portali sono tenute a portare il cliente off-line, quantomeno per la sottoscrizione del contratto di investimento.



La norma, però, prevede che la CONSOB, sentita la Banca d'Italia, possa derogare a tale obbligo o per motivate ragioni o in relazione alle operazioni effettuate da investitori professionali.

In proposito, l'Investment Compact ha appena stabilito alcune deroghe. La CONSOB potrebbe colmare la lacuna 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.