

**Alla cortese attenzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa,
Divisione Strategie regolamentari.**

Mi chiamo **Lorenzo Corradini** e sono neo-laureato in Banca e Finanza, presso la facoltà di economia dell'Università degli Studi di Verona. La redazione della tesi di laurea magistrale, intitolata "*La disciplina in tema di Equity Crowdfunding tra tutela dell'investitore e sviluppo imprenditoriale*", il cui relatore è stato il Ch.mo Prof. Michele De Mari, mi ha consentito di acquisire buone conoscenze in tema di Equity Crowdfunding (italiano ed estero) sia dal punto di vista della normativa primaria, e quindi dei D.L 18 ottobre 2012 n. 179 e 3 gennaio 2015 n. 3, convertiti rispettivamente in Legge 17 dicembre 2012, n. 221 e Legge 24 marzo 2015, n. 33, sia dal punto di vista di quella attuativa, la cui adozione è stata demandata all'Autorità di vigilanza, per mezzo del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013.

In considerazione di quanto detto poc'anzi, vorrei portare alla Vostra attenzione le mie considerazioni su detta normativa, in vista dell'attuale consultazione preliminare, finalizzata alla revisione del citato Regolamento.

Di seguito le risposte alle domande avanzate nel documento del 19 giugno 2015:

Risposta 1.

Si ritiene che, come auspicato nella *Relazione sull'attività di Analisi d'Impatto della Regolamentazione (AIR) e sugli esiti della Procedura di Consultazione*, l'insieme delle previsioni contenute nella normativa secondaria, favorisca la creazione di un'ambiente più che solido dal punto di vista della tutela dell'operatività dei gestori. La definizione capillare delle caratteristiche di nuovi soggetti, quali i gestori di portali, è peraltro del tutto coerente con le disposizioni di cui all'art. 3 della Direttiva 2004/39/CE, volte a consentire per questi ultimi la disapplicazione, da parte degli Stati Membri, delle previsioni della Direttiva stessa, a patto che detti soggetti: "*i) siano sottoposti a regolamentazione nazionale; ii) non detengano fondi o titoli di pertinenza dei clienti; iii) siano autorizzati a prestare soltanto i servizi di ricezione e trasmissione di ordini e di consulenza in materia di investimenti; iv) trasmettano gli ordini ad imprese di investimento autorizzate.*"

Risposta 2.

a) Nonostante il Legislatore primario faccia espressamente riferimento all'obbligo di registrazione per i soli *gestori di portali*, quale condizione necessaria ai fini dell'esercizio di tale attività, sembra condivisibile l'idea dell'Autorità di vigilanza, secondo la quale, la costituzione all'interno dello stesso di una sezione speciale, in cui annotare gli intermediari autorizzati a seguito della comunicazione da parte di questi ultimi della volontà di operare in veste di gestori di diritto, rappresenti una soluzione efficace per consentirne la piena conoscibilità alla generalità del mercato e definire un chiaro quadro dei soggetti legittimati.

b) Si ritiene che le previsioni di cui agli artt. 8 e 9 del Regolamento siano più che sufficienti a garantire una gestione del portale competente e sicura, volta a proteggere l'investitore *retail* da possibili rischi di frode. In merito ai requisiti di onorabilità, si crede che i requisiti indicati

all'art. 8 del Regolamento, nonché alla lettera c) dell'Allegato 1, costituiscano un adeguato presidio a garanzia della piena disponibilità dei diritti di coloro che svolgono funzioni di controllo, nonché quelle di amministrazione, direzione e controllo. L'elenco estremamente capillare di tali requisiti, assimilabile a quanto previsto per le imprese di investimento dal *Regolamento recante norme per l'individuazione dei requisiti di onorabilità dei partecipanti al capitale delle SIM, delle società di gestione del risparmio e delle SICAV e fissazione delle soglie rilevanti*, adottato con Decreto 11 novembre 1998, n. 469, potrebbe però risultare oneroso per società che alcuni ritengono essere meri "veicoli di comunicazione". In merito alla perdita di tali requisiti, si crede che le disposizioni di cui all'art. 10 siano adeguate e proporzionate, stante la possibilità per i gestori di chiedere nuovamente l'iscrizione nel registro, anche a seguito della cancellazione dovuta alla mancata ricostituzione dei requisiti persi, entro i 2 mesi previsti.

Per quanto concerne i requisiti di professionalità, previsti per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, si ritiene che, come emerso dagli esiti dell'indagine conoscitiva, le competenze economico-finanziarie del management debbano avere un peso preponderante rispetto a quelle tecnico-innovative, le quali risultano purtuttavia essenziali a comprendere la specificità e la realizzabilità materiale dei progetti avanzati dalle start-up innovative/PMI innovative.

c) Si ritiene che l'insieme delle informazioni di cui alla lettera B dell'Allegato 2, che il gestore sarà chiamato a fornire all'Autorità di vigilanza, affinché quest'ultima possa valutarne discrezionalmente la capacità di esercizio dell'attività di gestione, rappresenti senza dubbio un insieme di elementi esaustivo sul quale poter formulare un giudizio di competenza del nuovo soggetto, ma che al contempo possa costituire, parimenti all'insieme di informazioni relative alla gestione del portale di cui all'art. 14 del Regolamento, un onere tale da scoraggiare la costituzione di nuovi gestori di portali, oltre ai 14 già autorizzati. Va però detto come l'intento del Legislatore secondario sia da ricercare nell'auspicio che la diversità dei molteplici elementi descritti, sia tale da far sviluppare tra le piattaforme quelle condizioni di concorrenza, necessarie per poter offrire all'investitore la maggiore trasparenza possibile.

d) L'estensione della possibilità di fruire della nuova forma di raccolta di capitali di rischio per mezzo di portali on-line, a nuovi soggetti quali le PMI innovative, gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio e le società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative e in PMI innovative, rappresenta una possibile risposta alle problematiche riscontrate da una pluralità di operatori, relative all'incomprensibile limitazione della nuova fattispecie alle sole start-up innovative, che a quasi due anni dall'entrata in vigore del Regolamento è ritenuta ancora tra le maggiori cause del precario sviluppo nella nuova forma di raccolta. A parere di chi scrive, non sembra ravvisabile la necessità di una sostanziale modifica delle regole di condotta, data peraltro la prevalenza degli oneri informativi posti a carico del gestore di portale, che dovranno essere adempiuti a prescindere dal soggetto fruitore della nuova forma di raccolta. Ciò detto si ritiene soltanto necessaria un'opportuna modifica delle previsioni contenute nell'art. 15, che attualmente si rivolge alle sole start-up innovative.

e) In considerazione dell'attuale assenza di reclami nei confronti dei portali, come anche di eventuali esposti presentati all'Autorità di vigilanza, non si ritiene necessario prevedere disposizioni di dettaglio per la prevenzione delle frodi. Va infatti detto che la mole di requisiti previsti dalle normative primaria e secondaria, sia a carico dell'impresa start-up innovativa, che del gestore di portale, può essere di per sé considerata un adeguato presidio nei confronti di soggetti che avessero intenti fraudolenti. In aggiunta, è bene considerare come, a livello statunitense, la problematica inerente il rischio di frode abbia di fatto rallentato l'adozione di una normativa primaria sul Crowdfunding, a causa del fallimento delle numerose proposte di legge avanzate dai due rami del Parlamento, quali l'House Bill 2930, il Senate Bill 1791 e il Senate Bill 1970, che hanno incontrato resistenze da parte di organizzazioni per la protezione degli investitori, come la *North American Securities Administrators Association*. Questi aspetti hanno poi inciso negativamente sull'adozione della normativa attuativa da parte della SEC, adatta a bilanciare gli interessi relativi alla reperibilità del capitale da un lato, e alla protezione degli investitori da comportamenti fraudolenti dall'altro.

f) Come anticipato, l'obbligo di trasferimento degli ordini di adesione alle offerte, a banche e imprese di investimento al fine di consentirne il perfezionamento, risulta del tutto coerente con le previsioni di cui all'art. 3 della Direttiva MiFID. In accordo con quanto sostenuto nel Documento di Consultazione CONSOB del 29 marzo 2013, ciò consente di *"incardinare la tutela dell'investitore in capo a soggetti dotati di un apparato organizzativo procedurale in grado di assicurare concreti presidi di correttezza e trasparenza"*. Tale possibilità deve essere ricondotta all'obbligo posto in capo agli intermediari autorizzati, di attenersi alle normali regole di condotta di cui alla Parte II del Testo Unico, nonché alla relativa disciplina di attuazione e a quella di derivazione comunitaria, operando pertanto la cosiddetta profilatura dell'investitore, in modo da effettuare valutazioni in merito all'appropriatezza o all'adeguatezza del servizio o dell'attività di investimento prestati. In ragione della tipologia di servizi prestati, è bene ricordare come la Comunicazione CONSOB 1 agosto 2013, n. 0066128, consenta a detti intermediari, nel caso di ordini "sopra soglia", di graduare l'applicazione di tali regole di condotta. A carico degli intermediari sarà inoltre posto l'onere di identificare la clientela secondo i dettami della normativa antiriciclaggio, di cui agli artt. 15 e ss., D. lgs. 21 novembre 2007, n. 231. Da ultimo non ci si può esimere dall'osservare come la previsione secondo la quale spetterà all'investitore produrre un'attestazione con cui certificare il mancato superamento delle soglie di cui all'art. 17, co. 4, costituisca una debolissima misura per contrastare possibili tentativi di elusione della normativa antiriciclaggio, posto che il Regolamento non prevede verifiche in merito alla sussistenza di tali requisiti.

g) In virtù dei generali obiettivi di vigilanza perseguiti dalla CONSOB, ai sensi dell'art. 5, co. 1, TUF, nonché delle previsioni di cui all'art. 50-*quinquies*, secondo cui questa *"può chiedere la comunicazione di dati e di notizie e la trasmissione di atti e di documenti, fissando i relativi termini, nonché effettuare ispezioni"*, sembra adeguato quanto previsto dall'art. 21 del Regolamento in termini di comunicazioni "ad evento" e "periodiche". Il peso di tali oneri, risulta opportunamente alleggerito, dalla previsione che consente di non inviare all'Autorità di vigilanza la relazione di cui al comma 3 lettera a), qualora non fossero intervenute

modificazioni rispetto alla situazione già comunicata, fermo restando il dovere di indicare tale circostanza.

Risposta 3.

Come evidenziato dalla *Relazione Preliminare sull'Analisi di Impatto*, l'informativa è stata ritenuta dalla quasi totalità dei rispondenti al questionario dell'indagine conoscitiva (il 94% degli investitori *retail*, o potenziali investitori), quale principale forma di tutela per operare un investimento consapevole. A tal fine, per mezzo della normativa secondaria è stato approntato un sistema di tutele, del tutto inedito, volto a ripartire gli oneri informativi su tutti i soggetti coinvolti nell'operazione, ivi compreso l'investitore. Tale sistema, sviluppato su tre diversi livelli di informativa, a cui l'investitore ha diritto di accedere prima di sottoscrivere l'offerta dell'emittente, prevede che questo ottenga informazioni in merito a: *i)* la natura dell'attività svolta dal portale; *ii)* le caratteristiche dell'investimento in start-up innovative e la relativa rischiosità; *iii)* le particolarità della singola offerta, come indicato rispettivamente agli artt. 14, 15, 16 del Regolamento. A parere di chi scrive, l'insieme di queste informazioni, il cui onere è posto prevalentemente a carico del gestore (per il quale potrebbero delinearci elementi di responsabilità, nel caso non si attenesse ai criteri di scelta delle offerte, pubblicati in base all'art. 14, co. 1, lett. b)), risulta del tutto sufficiente a porre gli investitori diversi dai clienti professionali nelle condizioni di effettuare un investimento consapevole.

Per completezza è bene evidenziare come alcuni elementi di criticità possano essere ravvisati nella previsione di cui all'Allegato 3, secondo la quale le informazioni sulla singola offerta debbano essere contenute in un documento della lunghezza massima di cinque pagine di formato A4. Tale semplificazione, in virtù della diluizione delle informazioni per mezzo di linguaggio "gergale", potrebbe essere causa di inesattezze, ambiguità o quantomeno omissioni.

Da ultimo è opportuno evidenziare alcuni rischi che potrebbero palesarsi in relazione alla riserva del 5% degli strumenti offerti, ad investitori professionali o particolari categorie di investitori individuati dalla CONSOB, secondo quanto previsto dall'art. 100-ter, co. 2, TUF e dall' art. 24, co. 2, Regolamento. In particolare potrebbe accadere che gli investitori *retail*, anziché operare una scelta sulla scorta della molteplicità di informazioni ricevute dall'emittente e dal gestore del portale, si limitino a replicare il comportamento dei soggetti qualificati, rendendo di fatto inutile l'insieme delle previsioni elaborate dall'Autorità di vigilanza per tutelarne l'interesse. Nel secondo caso invece potrebbe accadere che la partecipazione dei soggetti qualificati avvenisse soltanto in funzione dell'ingente sottoscrizione già effettuata dalla folla e dunque del successo che si presume lo stesso stia riscuotendo, senza che questi forniscano garanzie in merito alla qualità del progetto proposto.

Risposta 4.

a) In considerazione della molteplicità di informazioni che il gestore è tenuto a fornire all'investitore *retail*, tra le quali figurano i riferimenti alla normativa primaria, di cui al Decreto Crescita *bis* e, segnatamente, quelli agli articoli 25, 26, 29 e 31 della Sezione IX, afferenti rispettivamente al divieto di distribuzione di utili per le start-up innovative, alle importanti deroghe al diritto societario, ai benefici fiscali derivanti dal mantenimento per almeno un biennio delle quote sottoscritte e alla disapplicazione delle norme in materia di

diritto fallimentare, si ritiene che le previsioni di cui all'art. 15 rappresentino un adeguato presidio a tutela degli interessi degli investitori non professionali. Estremamente importanti ai fini di un investimento consapevole, risultano infine le informazioni relative ai contenuti tipici di un *business plan*, che il gestore è tenuto a fornire ai sensi del co. 1, lett f).

b) Per quanto riguarda le informazioni che il gestore è tenuto fornire all'investitore *retail*, in merito alla società emittente e alle singole offerte, si ritiene che le previsioni di cui agli art. 13 e 16 del Regolamento siano più che sufficienti a fornire allo stesso un insieme di elementi adeguato per operare scelte consapevoli riguardo gli investimenti nel capitale di start-up innovative. Doveroso però osservare come l'elevato livello di dettaglio di tali informazioni possa rappresentare un onere estremamente gravoso, posto a carico del gestore. Si ritiene infatti che per quest'ultimo sarebbe ravvisabile una fonte di responsabilità nei confronti degli investitori, qualora non fosse stata condotta un'attenta attività di verifica delle informazioni trasmesse, che pertanto potrebbero risultare inesatte.

Non ci si può peraltro esimere dall'evidenziare un possibile difetto di coordinamento tra l'obbligo prescritto dal secondo comma dell'articolo 13, e quanto invece previsto dall'Allegato 3, in merito all'avvertenza predisposta dall'Autorità di vigilanza, che il gestore sarà tenuto ad indicare preliminarmente a ciascuna offerta. Sembrerebbe infatti prospettarsi per quest'ultimo, a differenza di quanto sostenuto finora, un esonero dalle responsabilità derivanti dalla trasmissione di informazioni incomplete o non rispondenti al vero, che invece risulterebbero attribuibili interamente all'emittente. Si ritiene che un chiarimento al riguardo sarebbe adatto a fugare eventuali dubbi.

c) In virtù di quelli che sono stati precedentemente indicati come oneri posti a carico dell'investitore, si ritiene che il "percorso di investimento consapevole" che questi è tenuto a portare a termine per poter accedere alle sezioni del portale attraverso le quali perfezionare le adesioni alle offerte, costituisca un adeguato presidio a tutela dei suoi interessi, soltanto nel caso in cui non si risolvesse in una sequenza di atti meramente formali, eseguiti pedissequamente per mezzo di schemi sempre identici, volti a velocizzare il processo, senza che questi possa trarne effettivamente benefici. Peraltro, l'ultimo passo di cui si compone tale percorso, che prevede la dichiarazione da parte dell'investitore di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale perdita, non pare costituire un elemento particolarmente idoneo a tutelarne gli interessi, assunto che a livello regolamentare non è stabilito che tale dichiarazione debba tenere conto degli investimenti effettuati su portali differenti.

Da ultimo è opportuno evidenziare come il processo di sottoscrizione delle quote di start-up innovative per mezzo di portali on-line, possa presentare aspetti quantomeno paradossali, se rapportati ai normali servizi e attività di investimento rispetto ai quali, l'intera nuova forma di raccolta di capitale avrebbe dovuto, almeno nell'idea del Legislatore, presentare elementi di semplificazione. Superate infatti le soglie di cui all'art. 17, co. 4 del Regolamento, l'investitore sarà soggetto non solo al massiccio flusso informativo previsto dagli artt. 14, 15 e 16 (e quindi anche al "percorso di investimento consapevole"), ma anche all'approccio con l'usuale modulistica MiFID, dovendo in questo modo sottostare ad un procedimento più lungo ed articolato rispetto a quello di un normale investimento (anche di importo ingente) effettuato per il solo tramite di un intermediario.

d) Chi scrive non è in possesso di elementi sufficienti per rispondere adeguatamente alla domanda, non avendo mai cercato di reperire informazioni sulle società emittenti, a seguito della chiusura delle offerte.

Risposta 5.

La prima osservazione che si ritiene di dover portare, riguarda i soggetti che finora sono stati gli unici beneficiari della disciplina in esame. Sembra infatti che la limitazione della stessa alle sole start-up innovative costituite in forma di S.r.l possa produrre un'ingiustificata disparità di trattamento tra queste e altre società, magari delle medesime dimensioni ed operanti nello stesso settore, che non siano però in possesso di tale qualifica. Peraltro, l'impossibilità per i soggetti economici già sviluppati, anche di dimensioni rilevanti, di poter beneficiare della nuova forma di raccolta, nonché il divieto di potervi fruire, imposto ad eventuali *spin off* generati dagli stessi, sembra essere fautrice di limitazioni rispetto alla gamma di iniziative a disposizione degli investitori, che perdono in questo modo la possibilità di poter cogliere le opportunità più interessanti, legate all'allocazione degli investimenti presso le società più solide, che rappresenterebbero indubbiamente una soluzione più sicura rispetto a quella di realtà sconosciute.

A parere di chi scrive, non pare inoltre che le modificazioni introdotte per mezzo del D.L. 24 gennaio 2015, n.3 siano sufficienti a garantire una maggiore conformità della disciplina dell'*Equity Crowdfunding* alle richieste sopraggiunte più volte dagli operatori, relative all'estensione della stessa ad un più elevato numero di imprese. A ciò si collega inevitabilmente la previsione di cui agli artt. 100-ter, TUF e 24 co. 2, Regolamento, inerente all'obbligo di sottoscrizione di una quota degli strumenti finanziari offerti, da parte di soggetti qualificati, tra cui investitori professionali, fondazioni bancarie o incubatori di start-up innovative, quale condizione risolutiva per il perfezionamento dell'offerta.

Sebbene come indicato nella sezione "Analisi dei dati comunicati dai gestori di portali al 31 marzo 2015", il mancato buon esito delle offerte non sia attribuibile all'assenza di un investitore professionale, non si comprende il motivo per il quale i cosiddetti "clienti professionali su richiesta" siano stati esclusi dal novero dei soggetti qualificati, data la maggior probabilità di successo dell'operazione che potrebbe derivare da un più ampio numero di soggetti in grado di valutare adeguatamente la bontà del progetto proposto, e considerando che tra essi figurano invece il Governo della Repubblica e la Banca d'Italia, in qualità di "clienti professionali pubblici di diritto", di cui all'art. 2, D.M. 11 novembre 2011, n. 236, emanato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, per i quali risulta in verità difficile credere possa sussistere un interesse a partecipare alle singole operazione di *Equity Crowdfunding*.

Pare dunque singolare il fatto che un sistema di raccolta di capitale di rischio, alternativo ai tradizionali canali di finanziamento, debba dipendere dall'operato di esponenti del mondo bancario, per potersi dire effettivamente completo, considerando peraltro che l'emittente potrebbe accordarsi con l'investitore "sponsor" per la sottoscrizione momentanea delle quote riservate, per procedere poi, una volta perfezionata l'offerta ed emessi gli strumenti finanziari, al riacquisto degli stessi.

Da ultimo si ritiene che la previsione contenuta all'art. 24, co. 1 del Regolamento, adottato dall'Autorità di vigilanza in attuazione del disposto di cui all'articolo 100-ter, TUF ed inerente all'obbligo di inserimento all'interno dell'atto costitutivo o dello statuto dell'emittente, di clausole concernenti il diritto di recesso dalla società oppure il diritto di co-vendita delle partecipazioni *"in favore degli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate al comma 2, nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano il controllo a terzi"*, risulti quantomeno incompleta, ammettendo esclusivamente il trasferimento volontario del controllo e non prendendo in considerazione la possibilità di perdita dello stesso, derivante dalla diluizione della partecipazione al di sotto della quota di maggioranza o comunque tale da non garantire un'influenza dominante oppure, come suggerito da alcuni, che possa essere il controllo del controllante ad essere trasferito.

Grazie per l'attenzione, i più cordiali saluti

Lorenzo Corradini