

Spett.  
Consob  
Divisione Strategie Regolamentari  
Via G. B. Martini, 3  
00198 Roma

Genova, 05/01/2016

**Oggetto: Osservazioni al Documento di Consultazione del 03/12/2015, relativo alla Revisione del Regolamento nr. 18592 del 26/06/2013 sulla raccolta di capitale di rischio da parte di *start-up* innovative tramite Portali online**

Le presenti osservazioni sono prodotte dalla Società "Frigiolini & Partners Merchant srl" (di seguito anche "F&P" o "la Scrivente") con sede in Genova, Via XII Ottobre, 2/101/A (Cap 16121), P.I. 02326830995, Telefono - 010.540844, Mail - minibond@frigioliniandpartners.it (Referente per la presente pratica Dott. Luca Popia) e sono liberamente divulgabili da Consob nell'ambito delle attività da essa intraprese in ordine alla materia trattata.

Con le osservazioni che seguono, la Scrivente si propone di fornire il proprio contributo in ordine alla revisione del Regolamento assunto con delibera Consob 18592/13 con obiettivo primario quello di rendere perseguibile la concreta ed effettiva fruizione dei Portali di *Equity Crowdfunding* da parte degli utenti, (oggi scarsamente utilizzati), ma al contempo nel più rigoroso rispetto (i) dei presidi posti a tutela dei risparmiatori, (ii) della tutela dell'affidamento dei terzi, (iii) dell'integrità dei mercati, (iv) del criterio di proporzionalità, (v) del criterio di economicità per gli operatori e (vi) della tutela ed integrità patrimoniale e reputazionale dei Gestori stessi dei Portali anche in ragione di sempre possibili iniziative di carattere pretestuoso da parte degli Investitori in esito a risultati non soddisfacenti degli investimenti ad alto rischio e/o illiquidi.

Sia consentito, in apertura, manifestare un particolare apprezzamento alla Divisione di Consob preposta alle attività *de qua*, per la robustezza dell'impianto di revisione posto in essere anche a seguito della consultazione preliminare realizzata la scorsa estate e per la strutturazione, già in prima approssimazione, di un documento omogeneo, coerente e certamente robusto ed ampiamente condivisibile, che rappresenta una base solida ed un alveo per eventualmente ospitare il *fine tuning* che ci si attende dai partecipanti ad una pubblica consultazione e che ci auguriamo sarà alla base dell'utilizzo effettivo dello strumento *Equity Crowdfunding* da parte dell'utenza.

Detto questo, l'attenzione della Scrivente si è focalizzata solo sulle aree ritenute meritevoli di ulteriori controdeduzioni, astenendosi da considerazioni di mera assertività sugli elementi strutturali del documento proposto in consultazione ove questo fosse a priori già ampiamente condivisibile.

Le aree di intervento del presente lavoro afferiscono dunque a:

1. Attività connesse con la partecipazione di Investitori Professionali al capitale dell'offerente;
2. Attività connesse con la ricezione e trasmissione di ordini impartita al Gestore del Portale in forza del regime di esenzione facoltativa ex Art. 3 della Direttiva 2004/39/CE;
3. Possibile interazione/interferenza del nuovo Regolamento con altre norme previgenti;
4. Adempimenti del Gestore da attuare post campagna, nelle fattispecie previste, potenzialmente confliggenti con realtà fattuali o ad elevato impatto giuridico;
5. Presidi Antiriciclaggio ex D.Lgs. 231/07 ed aree di possibile scopertura.



FRIGIOLINI & PARTNERS  
MERCHANT

Ove ritenuto utile, soprattutto per una migliore comprensione delle osservazioni effettuate, sono state formulate dalla Scrivente anche alcune proposte concrete di intervento.

1. Con riferimento alle attività connesse con la partecipazione di Investitori Professionali al capitale dell'offerente:

**Premesso che:**

L'Art. 24 comma 2 del Regolamento nella nuova formulazione intende prevedere:

**"Ai fini del perfezionamento dell'Offerta sul Portale, il Gestore verifica che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da Investitori Professionali o da Fondazioni Bancarie o da Incubatori di *start-up* innovative previsti all'articolo 25, comma 5, del Decreto".**

E ancora, al comma 2-bis nella nuova formulazione intende prevedere:

**"Ai fini del comma 2, il Cliente Professionale su richiesta trasmette al Gestore un'attestazione rilasciata dall'intermediario di cui è Cliente, dalla quale risulta la classificazione quale Cliente Professionale".**

**Vengono formulate dalla Scrivente le seguenti osservazioni:**

a) L'interpretazione letterale del novellato comma 2 e prima ancora la sua costruzione esegetica in relazione alla *ratio* ispiratrice della prescrizione, lasciano chiaramente intendere che lo scopo del Regolatore è stato quello di "fare indirettamente accompagnare" gli Investitori Retail da un "Investitore Professionale" che in qualche modo, per il solo fatto di esistere (e di aderire alla campagna), possa rivelarsi anche indirettamente assertore se non della bontà intrinseca dell'Offerta, quanto meno (*erga omnes* per comportamento concludente) del proprio "qualificato e concreto interesse" (e cioè dell'interesse "di uno che se ne intende") verso la stessa. In altre parole si trattava di assumere implicitamente il postulato che ove un Investitore Qualificato avesse manifestato concretamente un interesse per un determinato offerente, al punto da aderire all'Offerta investendovi i propri denari, ciò avrebbe in qualche modo rappresentato (implicitamente) una garanzia in più per l'Investitore Retail perché si può pacificamente affermare che se un soggetto qualificato ha deciso di investire i propri denari nel capitale di un offerente, lo abbia fatto con cognizione di causa e solo dopo aver analizzato attentamente le prospettive di crescita dell'offerente e la coerenza complessiva dell'Offerta, dunque consapevolmente e solo dopo un'attenta valutazione del profilo rischio/rendimento dell'operazione.

Questo assunto come ben sappiamo non gode di alcun conforto scientifico, ma è innegabile che contribuisca ad assumere un suggestivo connotato psicologico agli occhi dell'Investitore Retail, una sorta di effetto credenza o di effetto *framing*, caratteristici della finanza comportamentale nella presa di decisione in presenza di una razionalità limitata e di una naturale avversione al rischio dell'Investitore privato. Si tratta allora di capire se la realizzazione di questo obiettivo sia proporzionata al risultato che si intende ottenere. E su questo vertono taluni motivi di riflessione che più innanzi si cercherà di esplicitare. Ciò anche in ragione del fatto che potrebbero esistere altre forme equivalenti o addirittura in taluni casi forme rafforzate (e fors'anche meno invasive nei loro "effetti collaterali") per il raggiungimento di quello stesso obiettivo (soprattutto psicologico a parere di chi scrive), che ci si attende dalle prescrizioni proposte nel novellato Regolamento.

Il richiamo è alla qualità intrinseca degli "Investitori Professionali" che avessero eventualmente già aderito al capitale dell'offerente anteriormente alla Campagna di *Equity Crowdfunding* ed al precedente che essi possono costituire per gli Investitori Retail che si stanno accingendo eventualmente a valutare un investimento nel capitale di rischio di un offerente per il tramite di un Portale (e beninteso ovviamente che i primi permangano nell'investimento anche durante la campagna, non utilizzando la Campagna stessa come un'occasione per realizzare la propria *way out*..).

Ove essi siano i medesimi che in astratto avrebbero potuto aderire durante la campagna, non si comprende a pieno quale beneficio ne deriverebbe per gli Investitori Retail se l'adesione avvenisse "in Campagna" o fosse invece avvenuta "anteriormente alla stessa", ad esempio un mese o sei mesi prima, purché la loro permanenza sia in qualche modo assicurata a conforto degli obiettivi prefissati, quanto meno per lo stesso tempo che ci si sarebbe attesi dall'aderente "in Campagna". Se la prescrizione discende dalla comprensibile e nobile preoccupazione del Regolatore che si debba instaurare "un presidio" a tutela degli Investitori Retail, rappresentato dal comportamento degli Investitori Professionali con riferimento all'adesione ad un'Offerta di capitale di rischio, questo può benissimo essere prescritto "come dato in sé" (*de facto*) a prescindere dal fatto che esso si manifesti "durante la Campagna" o che si sia già prima di allora manifestato (anteriormente ad essa), purché ovviamente tale fatto sia vigente (ed eventualmente permanga) durante tutto il periodo di Offerta analogamente a quanto richiesto dal novellato comma 2 dell'Art. 24 del Regolamento.



FRIGIOLINI & PARTNERS  
MERCHANT

Questo per evitare che la necessità tassativa di raggiungere il target del 5% "durante la Campagna", (la Campagna non rappresenta infatti un momento magico per l'offerente, né per l'aderente ma una normale "fase della vita" dell'azienda offerente), non aggiunga alcuna utilità all'Investitore Retail, e possa invece generare delle involontarie (e niente affatto remote) distorsioni di mercato o peggio possa aumentare il rischio di un esito sfavorevole della Campagna stessa a danno proprio dell'azienda a beneficio della quale la norma istitutiva del *Crowdfunding* in modalità *Equity* ha visto la luce. A conforto di queste osservazioni si forniscono alcuni richiami ai rischi derivanti dalla prescrizione che siano considerati utili all'uopo soltanto gli Investitori Professionali entrati nel capitale "durante la campagna" e non anteriormente ad essa:

Talune aziende potenziali offerenti, arrivano all'appuntamento con il *Crowdfunding* successivamente alla fase di c.d. *pre-seed capital* o *seed capital*. Il che significa che presentano già anteriormente alla Campagna di *Crowdfunding* "soci forti" (Professionali o Istituzionali) nel capitale; pretendere che ne entrino altri, solo funzionali e dunque strumentali alla Campagna di *Equity Crowdfunding*, in ossequio alla regola del 5%, disconoscendo la funzione sostanziale ricoperta dai primi, rende l'intero processo meno efficiente, più costoso e financo pregiudizievole e discriminatorio sia nei confronti degli offerenti, sia nei confronti degli Investitori Professionali di fase 1 (*pre-seed* o *seed*) rispetto a quelli di fase 2 (entrati in Campagna di *Crowdfunding* solo all'atto della pubblicazione sul Portale) essendo di tutta evidenza che questi ultimi nulla aggiungono e nulla tolgono a quanto eventualmente rappresentato dai primi al fine di assolvere alla funzione "sostanziale" che la norma si prefigge di regolare.

Spesso gli Investitori Istituzionali più utili alle giovani imprese sono proprio quelli che entrano agli albori dell'iniziativa perché hanno sistemi di *scouting* che li pongono in area "big bang" dell'impresa. Inoltre questi ultimi sono statisticamente i più strutturati per assolvere alla funzione di supporto (non solo finanziario) all'azienda partecipata. E' quasi certo che questi soggetti non accetteranno il prezzo delle quote/azioni che tipicamente costituisce prezzo dell'Offerta sul Portale per quegli Investitori che arrivano a partecipare al capitale in fase 2 e dunque possono valutare aziende che hanno già percorso un pezzo di strada sulla via dello sviluppo ed hanno quindi subito una sorta di prima scrematura darwiniana. Questo potrà determinare il concreto rischio di perdere talune classi di Investitori Professionali i quali con tutta probabilità non utilizzeranno il *Crowdfunding* perché arriva troppo tardi e a prezzi troppo alti rispetto al *seed* vero e proprio. Ecco allora l'ulteriore rischio che si viene a delineare e cioè quello di andare a cercare uno o più Investitori (che abbiano obbligatoriamente la patente di Professionale, magari "a richiesta") solo per "completare la Campagna" ma senza una logica apparente di *tutoring* che ci si attenderebbe proprio dall'Investitore Professionale "vero". Va detto che considerare assoluta la formalità di avere nel capitale un qualunque soggetto clusterizzato come "Investitore Professionale" senza valutare con più attenzione il ruolo di un "vero Investitore istituzionale" sposta la riflessione dal contenuto meramente formale a quello sostanziale e sappiamo tutti benissimo essere quest'ultimo il driver che ispira gli interventi normativi e regolatori. Facendo prevalere il primo, invece, potremmo trovarci di fronte ad un Investitore Istituzionale (già presente nel capitale), che sconsiglia alla propria partecipata di ricorrere al *Crowdfunding*, (magari nel timore che entrino nel capitale Investitori Professionali concorrenti), oppure ad un offerente che riesce a chiudere favorevolmente una campagna di *Equity Crowdfunding* solo perché hanno aderito alla stessa anche "cinque notai, due avvocati e tre commercialisti" (upgradati a Investitori Professionali a richiesta), in misura complessiva non inferiore al 5% dell'Offerta, rispetto invece ad un altro offerente che, non trovando Investitori Professionali durante la Campagna (o non trovandoli in misura adeguata), si vede respingere il *funding* nonostante abbia nel capitale da tempo un serio Incubatore, magari già detentore di un 25% del capitale.

Gli Investitori Professionali "veri", e cioè quelli che possono essere davvero di grande aiuto per l'azienda, potrebbero dunque non vedere di favore il *Crowdfunding*, ogni qualvolta sia richiesto un ingresso "strumentale" di Investitori Professionali volendo riservare per sé tale status con le annesse prerogative.

Giova precisare inoltre che pur in assenza (oggi) di un mercato secondario (che tipicamente si realizza man mano che cresce e si sviluppa quello primario), non vi è alcuna prescrizione di lock-up "forzoso" o normativo a carico degli Investitori Professionali che abbiano aderito all'Offerta (nella richiesta misura) se non per loro diretta utilità fiscale. Ciò significa, dilatando il ragionamento, che in astratto qualunque Investitore Professionale "compiacente" (o peggio interessato a qualche corrispettivo) potrebbe dichiararsi disponibile ad aderire ad una (o più...) Campagna/e di *Equity Crowdfunding*, al solo scopo di farla andare a buon fine, per poi uscirne immediatamente dopo. Va qui evidenziata anche la potenziale coincidenza di interessi dell'offerente il quale ben potrebbe accollarsi l'onere di riacquistare quel 5% sottoscritto dall'Investitore Professionale compiacente, potendo contare sul restante 95% in cassa... L'importanza di una tal figura che sistematicamente dovesse rendersi disponibile a tale pratica distorta, potrebbe ingenerare degli appetiti non auspicabili, che potrebbero condurre ad attività che nulla hanno a che vedere con il tutoraggio delle giovani imprese, generando addirittura una selezione avversa nell'istituto dell'*Equity Crowdfunding*.

Abbiamo allora visto che non vi è alcuna garanzia che i nuovi Investitori Professionali "entranti" durante la Campagna siano più stabili (nel tempo) né strutturalmente più affidabili (negli obiettivi di lungo periodo) rispetto a coloro che avendo aderito anteriormente alla Campagna hanno sposato la causa prima che approdasse sul Portale. Allora, se si intende comunque far presidiare in modo concreto questo obbligo di partecipazione parziale al capitale, andrebbe valutata la previsione di un lock-up minimo obbligatorio (a tutela del co-investimento *de facto*), ancor prima che prevedere la partecipazione "in Campagna" anziché "ante Campagna".



Per converso se colui che, Investitore Professionale "vero" già presente nel capitale dell'offerente anteriormente alla Campagna di *Crowdfunding*, assumesse un impegno irrevocabile ad un lock-up a far data dal *kick off* della Campagna stessa e fino a certo tempo data (almeno fino a fine campagna come del resto previsto per gli aderenti durante il round? A certo tempo data?), ciò consentirebbe verosimilmente di realizzare le medesime forme di tutela per l'Investitore Retail (reale, apparente, solo psicologica?), probabilmente con progetti di permanenza anche superiori al periodo di lock-up, in quanto non potendo uscire durante la Campagna gli Investitori Professionali "storici" vedrebbero sfumata (in quel frangente) la *way out* tramite il *Crowdfunding*, e al contempo vedendo affluire risorse finanziarie nella Società offerente da loro già partecipata, potrebbero essere stimolati a permanere ulteriormente partecipando attivamente alla fase di ulteriore sviluppo della *start-up post funding*.

Non va infine dimenticato che alcune aziende potenziali offerenti arrivano alla fase del *Crowdfunding* con partecipazioni al loro capitale da parte di Incubatori o altri soggetti "Professionali di diritto" anche di una certa significatività (ad esempio 25-30%). Va da sé che non potrà essere il 5% della Campagna di *Crowdfunding* a rafforzare i presidi psicologici *ut supra* indicati rispetto a quanto già rappresentato dai pregressi Investitori Professionali. Immaginiamo l'estremizzazione del paradosso allorché il 5% sia sottoscritto da soli Investitori Professionali a richiesta...

Una soluzione sostanziale (e dunque non solo formale), potrebbe essere quella di considerare come necessaria e sufficiente ai fini del rispetto della prescrizione *de qua*, la presenza nel capitale di uno o più Investitori Professionali anche anteriormente all'inizio della Campagna, da computarsi nella quota del 5% del round.

In altre parole ove la Banca XY o l'Incubatore Z detenessero una partecipazione al capitale di un offerente, anteriormente alla Campagna di *funding* intrapresa da questi per il tramite di un Portale, si potrebbe assumere tale partecipazione come valida ai fini del computo, purché:

(i) Di entità tale da rappresentare almeno il 5% del controvalore dell'Offerta mediante Portale (o del nuovo patrimonio netto dato dal capitale + riserve da sovrapprezzo post Campagna), (ii) con un lock-up identico a quello previsto per gli eventuali Investitori Professionali che avessero aderito durante la Campagna. Resta ovviamente sottinteso il fatto che ove la partecipazione *ex ante* non fosse congrua si renderebbe comunque necessario integrarla debitamente fino alla misura minima stabilita dal Regolamento.

b) Con riferimento alla previsione del comma 2 bis del novellato Art. 24 del Regolamento, va rilevato che esiste addirittura il rischio concreto per un Portale di non riuscire a portare a termine la Campagna di *funding* nei tempi stabiliti a causa del sempre possibile comportamento di "melina" posto in essere dalla Banca o dall'impresa di investimento presso cui è incardinato l'accreditamento a "Investitore Professionale" a richiesta, del soggetto che intendesse aderire come tale all'Offerta. E ciò nel tentativo di limitare o anche solo ritardare la disintermediazione prodotta dal Portale. Non è qui il caso di ricordare come l'atteggiamento del sistema bancario nei confronti dei Portali sia stato fino ad oggi assai poco collaborativo. In mancanza di una disposizione che preveda tassativi tempi per l'adempimento, il semplice ritardo nel rilascio della certificazione di cui al novellato Art. 24 comma 2-bis, equivale per il Portale a non poter accettare l'investimento come imputabile a quel determinato Investitore Professionale con ciò venendosi a creare un potenziale severo pregiudizio sia per il Portale medesimo, sia per l'offerente. In alternativa alla fissazione di un termine ultimo per adempiere (eventualmente accettando di prendere in carico l'adesione sotto la condizione di ottenere la certificazione prima dello spirare dell'Offerta, oppure fissando in XX giorni il termine per la Banca per adempiere), si potrebbe prevedere di procedere comunque all'imputazione della sottoscrizione, previa l'acquisizione (o la temporanea acquisizione) di una dichiarazione sostitutiva di atto notorio ex D.P.R. 445/2000 da parte del soggetto che dichiara di trovarsi nella condizione di "Investitore Professionale" a richiesta, giusta eleggibilità concessa dalla Banca XY in data... (Il Cliente deve possedere lo scambio epistolare con cui la Banca lo ha eventualmente upgradato). L'indicazione di quest'ultima e l'invio alla stessa di una copia della dichiarazione del Cliente, (in formato elettronico) consentirebbe al Portale di accettare l'Investitore nel dichiarato status e all'Istituto di Credito (o all'Impresa di Investimento) di poter negare l'evidenza ove necessario, senza gravare troppo gli oneri per il Portale né per la Banca in questione e comunque invertendo l'iniziativa dell'adempimento rispetto all'illusoria (a parere di chi scrive) aspettativa di collaborazione attiva da parte del sistema bancario nel suo complesso.

Una seconda osservazione afferente questa sezione è la disciplina della eleggibilità a Investitore Professionale che il Cliente può chiedere al proprio intermediario finanziario. E' assai probabile che il Cliente abbia ricevuto l'eleggibilità nelle 3 forme possibili: (1) universale per tutti i servizi prestati, (2) parziale per talune classi di operazioni, (3) limitata ad una sola (o poche) singole e specifiche operazioni. Dato che nella determinazione dello status di Investitore Professionale le Banche e le imprese di investimento sono (giustamente) molto conservative, può ragionevolmente attendersi che nessuna Banca in prima istanza rilasci una certificazione (salvo il caso di eleggibilità universale sub 1 che precede) per uno strumento nuovo come l'*Equity Crowdfunding*.

2. Con riferimento alle attività connesse con l'avvenuto inquadramento delle attività del Gestore di Portali nell'ambito del servizio di "ricezione e trasmissione di ordini" in virtù dell'esenzione facoltativa prevista dall' Art. 3 della direttiva 2004/39/CE (MiFID 1) e riproposta dalla direttiva 2014/65/CE (MiFID 2), il che determina la necessità che tale attività in esenzione sia necessariamente soggetta ad autorizzazione, sarebbe opportuno fare un check sulle procedure che tipicamente un intermediario pone in essere per la realizzazione di tale servizio di investimento, onde poterle traslare negli adempimenti che il Gestore di Portali deve porre in essere per non incorrere in sanzioni e/o in rischi legali e/o comunque in severi rischi reputazionali.



Si è più volte sottolineata la necessità di svincolare l'attività svolta dai Portali di *Equity Crowdfunding* (tipicamente nata per essere realizzata online e con rapidità) dalla prestazione classica dei servizi di investimento di cui all'Art. 1 comma 5 del TUF e in particolare per quel che ci interessa *hic et nunc*, dal servizio di ricezione e trasmissione di ordini, ancorché quello realizzato dal Gestore di Portali sia di fatto sottratto a tale ultima disciplina ma non certo alla disciplina civilistica, ad esempio sulla forma e l'efficacia dei contratti o a quella prevista dal D.Lgs. 231/07 (Antiriciclaggio).

In particolare nel consentire una maggiore attrazione delle funzioni di verifica in capo al Portale, si pone quest'ultimo nella condizione di dotarsi della necessaria struttura organizzativa e adottare i necessari presidi volti a garantire il rispetto degli adempimenti richiesti dalla legge e dal Regolatore (ad esempio la verifica dell'appropriatezza o meno del servizio).

Ci si chiede allora quando codesta Autorità da' correttamente conto (nel Documento di Consultazione) della cogente necessità di adottare alcuni correttivi al fine di **"consentire all'Investitore la conclusione della transazione interamente online"** (dato che ciò incarna palesemente la reale ed intima natura del *Crowdfunding*, che non si pone certo come fonte di operazioni offline, manuali o cartacee...), in che modo sia stato identificato da Consob il corretto processo che consente al Portale, oltre all'effettuazione delle necessarie verifiche di appropriatezza dell'investimento (proprio per evitare di dover "mandare in banca" il potenziale Investitore, interrompendo l'automatismo tipico di un'attività online), di instaurare con modalità corrette il rapporto giuridico (leggi: il contratto) fra Portale e Investitore che si concretizzerà successivamente nell'eventuale disposizione dell'ordine dal Cliente al Gestore.

Ci si chiede questo perché volendo analizzare le procedure adottate dalle Banche o dalle Sim nella prestazione del corrispondente servizio di investimento della ricezione e trasmissione di ordini (ancorché il regime del Portale come detto sia sottratto a tale disciplina a causa dell'esenzione), non si può sottovalutare il rischio civilistico di una impropria instaurazione (o di una impropria conclusione del contratto), aggravata altresì da un carente approccio alle prescrizioni del D.Lgs. 231/07 sulle norme Antiriciclaggio.

Va ricordato che nella conclusione dei contratti da parte di Banche e Sim, sia in presenza che a distanza, l'identificazione del Cliente stesso (che rappresenta il presupposto sia di carattere civilistico che legata agli adempimenti Antiriciclaggio) transita da due presidi "forti": (1) l'identificazione (offline) realizzata allo sportello dall'impiegato della Banca o della Sim, oppure (2) l'utilizzo del "sistema interbancario" in caso di adozione delle "tecniche di comunicazione a distanza". In entrambi i casi viene rispettato sia l'impianto civilistico della stipula del contratto (firma raccolta in presenza oppure firma raccolta per corrispondenza con successiva identificazione ad opera della Banca terza che dispone il trasferimento dei fondi a favore della Banca ove il Cliente ha acceso il nuovo rapporto), sia l'adempimento ai fini dell'Antiriciclaggio. E ciò partendo dall'assunto che un qualsiasi Cliente in grado di disporre un trasferimento di denaro a favore di sé stesso o di un terzo, essendo già censito "da qualche parte in seno al sistema interbancario", sia identificato con certezza (per via indiretta) anche se la Banca che accende il nuovo rapporto non lo vede fisicamente. Questa modalità però non è prevista anche per i Portali i quali non ricevendo soldi (tranne eventualmente quelli iscritti alla sezione speciale), non ricevono alcuna specifica conferma (per via indiretta) dalla Banca presso la quale è stato prima d'ora incardinato il rapporto con l'Investitore. Se partiamo allora dal presupposto che qualunque Investitore potenziale che acceda ad un Portale "asserisce di essere il signor XY" ci si chiede a chi competa la funzione di "identificazione certa" di tale soggetto, non potendosi effettuare una identificazione "in presenza" (per la natura stessa del servizio), né potendosi configurare l'identificazione con il metodo del bonifico bancario fra intermediari. Ciò anche ai fini del rispetto della normativa Antiriciclaggio, con l'aggravante che il soggetto Investitore tramite Portale potrebbe tranquillamente disporre venti bonifici "congrui" da 20.000 euro ciascuno, disponendoli da venti Banche diverse presso cui ha strumentalmente acceso dei conti, e ciò comporterebbe la canalizzazione di ben 400.000 euro sulla *start-up* in Campagna, pur apparendo invece come "un piccolo investimento" di soli 20.000 euro in capo ad ogni Banca disponente. Il Portale insomma pur "gestendo" le adesioni non sarebbe chiamato a rilevarne l'eventuale non congruità rispetto al disponente (che di fatto non vede e non conosce), le singole Banche che dispongono i bonifici potrebbero ciascuna per sé ritenere congruo il singolo versamento, e la Banca che intrattiene l'*escrow account* si limiterebbe ad esercitare l'adeguata verifica sulla *start-up* Offerente ma non sui singoli aderenti, ben sapendo che questi ultimi sono soggetti ad adeguata verifica nelle rispettive Banche presso le quali intrattengono il rapporto.

Questo punto rappresenta certamente un problema a meno che non si inseriscano i Portali nel novero dei soggetti sottoposti alla disciplina del D.Lgs. 231/07 incardinando negli stessi sia l'identificazione originaria del Cliente, sia l'adeguata verifica, cosa tutt'altro che auspicabile ma a parere di chi scrive non *by-passabile tout court* se si vogliono evitare problemi nel medio e lungo periodo.

Nel caso del Portale di *Crowdfunding* immaginiamo allora che un soggetto intenda investire in una *start-up* inserzionata di cui sia in corso l'Offerta. Il potenziale Investitore accede al Portale e auto-dichiara di chiamarsi "Mario Rossi", di essere cittadino italiano, declina le proprie generalità complete, fornisce la fotocopia della propria carta d'identità e del proprio codice fiscale e infine risponde ai questionari che gli vengono sottoposti per la determinazione dell'appropriatezza dell'operazione e infine viene guidato dal Portale nelle varie sezioni, ivi compresa quella che consente al Cliente di impartire l'ordine di acquisto. Tutto si svolge a distanza, la disciplina è correttamente sottratta al regime previsto per i servizi di investimento, quindi anche l'Art. 23 del TUF non opera con riferimento all'obbligo di stipulare il contratto in forma scritta e di fornirne una copia al contraente, ma questo non esclude che via sia da rispettare la disciplina civilistica rispetto alla corretta conclusione di un contratto con tecniche di comunicazione a distanza (se si vuole assumere di operare solo on line) o *per relationem* (modalità cartacea con scambio epistolare per posta o via corriere).



Nel primo caso c'è da dubitare che gli Investitori siano muniti in via sistematica di firma elettronica avanzata o di firma digitale con chiavi crittografate. Per questo va sottolineato che in nessun momento il Gestore del Portale "vede in faccia" il Cliente o riceve "l'attestazione da parte di un altro soggetto vigilato" circa la reale identità dello stesso. Questo per dire che l'asserito Signor Mario Rossi potrebbe non essere lui!

E' altrettanto evidente che nel preciso istante in cui la Banca che ha acceso l'*escrow account* dell'offerente riceve la provvista per la sottoscrizione delle quote o delle azioni, avrà la certezza che tale provvista è pervenuta da un soggetto "censito dunque noto nel sistema interbancario", la cui anagrafica è ben nota alla Banca disponente. Sarebbe allora sufficiente prevedere che il bonifico per la costituzione della provvista afferente qualsiasi Campagna di adesione ad Offerte mediante un portale di *Equity Crowdfunding* contenesse alcuni "elementi chiave obbligatori", per semplificare l'intero processo, fonte dei rischi potenziali su esposti.

Ad esempio si potrebbe prevedere obbligatoriamente che i bonifici disposti da qualunque Investitore (persona fisica o persona giuridica) per il tramite di una Banca o di una Sim, contengano (i) il nome e il cognome dell'Investitore (coincidente con il disponente o suo cointestatario sul conto da cui proviene la provvista), (ii) il codice fiscale dello stesso, (iii) il codice alfa-numerico prodotto dal Portale all'atto dell'adesione (una sorta di codice-operazione). In questo modo con pochi singoli accorgimenti sarebbero rispettati sia gli adempimenti contrattuali che i presidi Antiriciclaggio. (Chi scrive fa notare che ad esempio per lo sgravio fiscale connesso con le ristrutturazioni edilizie è stata prevista una procedura particolare richiesta in quel caso dall'Agenzia delle Entrate per una migliore tracciabilità delle operazioni).

Sarebbe infine auspicabile precisare nel Regolamento *inter alia* che l'Investitore può aderire interamente on-line, registrandosi al Portale e fornendo, prima dell'adesione, le proprie generalità complete, il proprio codice fiscale, gli estremi di un documento d'identità valido (corredato dall'integrazione della residenza per il caso di passaporto), un flag sulla condizione di "cittadino UE/o no", e di "non US person" o di "US person" (valutazione adempimenti Fatca), precisando che il regime di esclusione facoltativa sottrae il *Crowdfunding* alle prescrizioni dell'Art. 23 del TUF con riferimento alla conclusione del contratto di adesione al Portale.

3. Con riferimento alla possibile interazione/interferenza del nuovo Regolamento con altre norme previgenti, si ribadisce una precedente osservazione già inoltrata prima d'ora, riguardante il rischio di apposizione di pregiudizievoli sull'*escrow account* prima della fine della campagna di *fundraising*. Il rischio è dato dalla improbabile non opponibilità a terzi (*erga omnes*) dell'indisponibilità del saldo attivo dell'*escrow account*. A meno che non sia prevista l'opponibilità *erga omnes*, pare alla Scrivente che l'intestazione di un conto sul quale si stanno via via accumulando risorse finanziarie liquide, comunque già intestate all'offerente senza la certezza che tali somme pervengano effettivamente allo stesso, possa esporre gli Investitori a manovre di carattere conservativo delle somme operate da terzi, sulle somme che appaiono nella sfera della disponibilità dell'offerente anche se ciò non è vero, esistendo delle condizioni sospensive che potrebbero non consentire una favorevole conclusione del round. Sarebbe assai più sicuro ricorrere ad un *escrow account* denominato "debitori/creditori diversi" (oppure "somme di terzi aderenti alla Campagna..."), con indicazione chiara del controvalore "prenotato" da ciascun Investitore e relative generalità complete degli aderenti, sottorubricato a nome dell'offerente e chiaramente sottoposto a condizione sospensiva fino alla data di effettiva liberazione delle somme a beneficio dello stesso. Questo consentirebbe l'aggregabilità delle sole somme di pertinenza dell'Investitore durante la Campagna (ma non dell'offerente) e a fine round, dopo la verifica della condizione, l'esatto contrario.

4. Con riferimento agli adempimenti del Gestore da attuare post Campagna, nelle fattispecie previste, potenzialmente confliggenti con realtà fattuali o ad elevato impatto giuridico sembra utile fornire la seguente osservazione:

Il novellato Regolamento all'Art. 13 comma 4, dispone che, per un determinato periodo di tempo, i dati relativi ad una Offerta siano accessibili sul Portale e per un altro periodo, più esteso, presso il Gestore. Va tenuta in debito conto l'evenienza che un Portale possa passare di mano ad altra proprietà (o che sia ceduto ove costituisca un ramo d'azienda dell'originario Gestore, ad esempio nel caso di Portali di Intermediari Finanziari vigilati che abbiano molteplici attività e che possano considerare il Portale come uno dei rami di attività ad un certo punto non più profittevoli o di interesse per il business aziendale). In questo caso si potrebbe generare il caso di un obbligo per successione nel contratto in capo al nuovo Gestore il quale avrebbe certamente l'obbligo di adempiere, ma si troverebbe a rispondere di un'operazione non da lui generata, dunque in forza di atti posti in essere da altro soggetto con diversa struttura organizzativa. Andrebbe allora prevista una *disclosure* su questo tema rinviando ad una assunzione di responsabilità più chiara e vigorosa in capo al Gestore che originariamente ha effettuato la Campagna, con una manleva di responsabilità sulla eventuale incompletezza della documentazione ricevuta dal nuovo Portale per successione nei contratti, oppure semplicemente prevedere che sia il Gestore che ha originato l'operazione ad adempiere alle previsioni del novellato Art. 13 comma 4 del Regolamento in caso di cessione a terzi del Portale. Eventualmente prevedendo che il nuovo Gestore mantenga l'evidenza anagrafica delle Campagne concluse anche dal vecchio Gestore rinviando ad un link del vecchio Gestore, e precisando semplicemente la circostanza. Va da sé che l'obbligo quinquennale di conservazione presso il Gestore non potrà che ricadere sull'originario Gestore.

5. Sui presidi Antiriciclaggio ex D.Lgs. 231/07 ed aree di possibile scopertura, si è già detto in via incidentale al punto 2 che precede, ma si ritiene che possa essere superato dagli adempimenti suggeriti sopra.



FRIGIOLINI & PARTNERS  
MERCHANT

In conclusione la Scrivente si augura di aver fornito un utile contributo, esperienziale e di idee, in tema di *Equity Crowdfunding*, strumento oggi ancora acerbo che potrebbe davvero rivelarsi cruciale, ove ben funzionante soprattutto grazie alla potenza di internet, per lo sviluppo delle nostre giovani aziende, ancora parzialmente prive dei necessari mezzi finanziari, con ciò contribuendo ad offrire alle nuove generazioni (ma non solo a queste...) un prezioso strumento di sviluppo e di crescita contribuendo a trattenere qualche buon "cervello" in più e a rendere più competitivo il nostro Sistema Paese.

La Scrivente resta a disposizione di codesta spett. Authority per qualunque esigenza connessa con il tema dell'*Equity Crowdfunding* e con le presenti osservazioni al Documento di Consultazione ai recapiti sopra indicati.

Cordiali saluti.

Frigiolini & Partners Merchant srl  
(Leonardo Frigiolini)  
Founder