



Hogan Lovells Studio Legale  
Via Santa Maria alla Porta 2  
20123 Milano  
T +39 02 7202521  
F +39 02 72025252  
www.hoganlovells.com

Milano, 11 gennaio 2016

Spett.le Consob  
Divisione Strategie Regolamentari  
Via Giovanni Battista Martini, 3  
00198 Roma  
Italia

Avv. Roberto Culicchi  
Hogan Lovells Studio Legale

Ns. rif. 206915

**OGGETTO: REGOLAMENTO IN MATERIA DI "RACCOLTA DI CAPITALI DI RISCHIO DA PARTE DI STARTUP INNOVATIVE TRAMITE PORTALI ON-LINE" - RISPOSTA ALLA CONSULTAZIONE**

In via preliminare si desidera ringraziare questa rispettabile Commissione per l'opportunità concessa di partecipare a questa nuova fase di consultazione concernente l'emanazione della regolamentazione secondaria in merito alla revisione del Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio di *start-up* innovative per il tramite di portali *on-line* (ora Regolamento in materia di raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line*, di seguito, il "Regolamento").

Di seguito si espongo le nostre osservazioni.

1. Con riferimento al tema relativo alla modalità di esecuzione degli ordini, nell'esprimere apprezzamento per le modifiche proposte tendenti a semplificare la procedura e ridurre i costi di transazione in modo da rendere possibile la conclusione delle operazioni integralmente *on-line*, si rileva tuttavia come la proposta di revisione regolamentare appaia eccessivamente generica circa i requisiti che gli investitori diversi dagli investitori professionali devono fornire al gestore della piattaforma onde consentire a quest'ultimo di verificare che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali dell'investimento.

Una simile genericità si riscontra parallelamente in relazione ai criteri a cui deve attenersi il gestore nella descrizione delle procedure interne finalizzate alla verifica di appropriatezza da includersi nella relazione sull'attività di impresa e sulla struttura organizzativa di cui all'Allegato 2 del Regolamento.

2. Nel prendere nota delle modifiche regolamentari proposte in relazione all'identificazione della nozione di "offerente", si intende concentrare in questa sede l'attenzione sulle

L'elenco dei soci e degli altri professionisti e la loro rispettiva qualifica è disponibile all'indirizzo di cui sopra.

Hogan Lovells Studio Legale è un'entità collegata a Hogan Lovells International LLP, un'associazione a responsabilità limitata registrata in Inghilterra e Galles.

"Hogan Lovells" è uno studio legale internazionale che comprende Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP e i loro uffici collegati, con sede a: Alicante Amburgo Amsterdam Baltimora Bruxelles Caracas Città del Messico Colorado Springs Denver Dubai Dusseldorf Francoforte Hanoi Ho Chi Minh Hong Kong Houston Johannesburg Londra Los Angeles Lussemburgo Madrid Miami Milano Minneapolis Monaco Monterrey Mosca New York Northern Virginia Parigi Pechino Perth Philadelphia Rio de Janeiro Roma San Francisco San Paolo Shanghai Silicon Valley Singapore Sydney Tokio Ulaanbaatar Varsavia Washington DC Uffici associati: Budapest Jeddah Riyad Zagabria.

La parola "partner" è usata per indicare un partner o un socio di Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP, o di ciascuno degli uffici collegati e i dipendenti e consulenti che abbiano equivalente standing. Alcune delle persone indicate come partner, ma che non sono soci di Hogan Lovells International LLP, non hanno qualifiche equivalenti ai soci. Maggiori informazioni su Hogan Lovells, i partners e le loro qualifiche sono disponibili su [www.hoganlovells.com](http://www.hoganlovells.com).

società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative ed in PMI innovative di cui all'art. 2, lettera c 4) del Regolamento.

Stante il richiamo per l'identificazione di queste società all'articolo 1, comma 2, lettera f) del decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 30 gennaio 2014, parrebbero rientrare nella nuova definizione di offerente tutte le società di capitali che detengano azioni o quote di start-up innovative e PMI innovative, classificate nella categoria delle immobilizzazioni finanziarie, di valore almeno pari al 70% del valore complessivo delle immobilizzazioni finanziarie iscritte nel bilancio chiuso al 31 dicembre dell'anno in cui è effettuato l'investimento.

L'effetto della norma sembra essere quello di estendere la possibilità di ricorrere all'*equity crowdfunding* anche a società che di per sé non posseggono i requisiti per essere qualificate come start-up innovative o PMI innovative. In termini pratici, qualsiasi società di capitali (*i.e.* anche non attiva nel campo dell'innovazione tecnologica, a condizione che la relativa voce di bilancio "Immobilizzazioni Finanziarie" sia composta per almeno il 70% da azioni o quote di start-up innovative e/o PMI innovative) avrebbe la possibilità di promuovere un'offerta di propri strumenti finanziari attraverso il crowdfunding. E notando che il sopra citato decreto non fissa alcuna soglia o limite di investimento, una società di capitali potrebbe "acquistare" il diritto di ricorrere al crowdfunding anche con un investimento minimo in quote o azioni di start-up innovative e/o PMI innovative, sempre che detto investimento costituisca almeno il 70% della voce "Immobilizzazioni Finanziarie" del bilancio di detta società di capitali.

3. Pur consapevoli che la valutazione che ci si accinge ad esprimere in tema di obbligo di sottoscrizione da parte di investitori professionali esula dalla potestà di intervento di diretta competenza della CONSOB, si insiste nel rilevare come l'eliminazione di tale obbligo potrebbe favorire o agevolare il ricorso a determinate tipologie di *equity-based crowdfunding*.

Si allude, in particolare, a iniziative di raccolta tramite *equity crowdfunding* da parte, ad esempio, di start-up o PMI innovative che operano in settori e mercati in cui la presenza dello stesso offerente è già di per sé garanzia di teorica affidabilità e serietà del progetto (si pensi, ad esempio ad iniziative di *equity crowdfunding* nel settore immobiliare o in quello dell'*energy*). Nel contesto ad esempio di un'iniziativa di *equity crowdfunding* nel settore immobiliare, la presenza di un soggetto "sponsor" (identificabile nello stesso offerente/proponente l'investimento) potrebbe infatti già di per sé fornire sufficienti garanzie circa la serietà e l'affidabilità dell'investimento proposto, rendendo la partecipazione di un investitore professionale al progetto superflua o comunque non necessaria. Senza contare che nel contesto di un'iniziativa di *equity crowdfunding* nel settore immobiliare, in considerazione dell'obiettivo complessivo di raccolta che presumibilmente si attesterà intorno al limite massimo di euro 5 milioni, un investimento nella misura del 5% (pari quindi a Euro 250.000) da parte di un investitore professionale appare scarsamente significativo e non in grado di assicurare sufficienti garanzie sull'affidabilità dell'iniziativa. A tal proposito, si segnala come in altri ordinamenti (USA) nel settore del *real estate crowdfunding* siano state adottate soluzioni operative che prevedono un investimento diretto della piattaforma stessa nell'iniziativa immobiliare, fungendo in questo modo il gestore della piattaforma stessa da garante nei confronti degli investitori della serietà dell'iniziativa (in Italia, tale operatività potrebbe assumere ancora maggior valenza, in considerazione dei requisiti di professionalità imposti ai gestori di piattaforme on-line quale requisito per l'iscrizione al relativo registro).

4. Nell'ottica di favorire l'individuazione di iniziative volte a sostenere la liquidità dei titoli offerti si chiede a codesta spettabile Commissione di valutare la possibilità di dar vita da

parte di gestori di piattaforme a meccanismi che consentano in modalità completamente *on-line* di mettere in contatto con gli originari investitori nuovi potenziali investitori interessati a rilevarne le azioni/quote. Si allude, in particolare, a meccanismi *on-line* volti alla creazione di aree di comunicazione tra investitori originari e nuovi potenziali investitori; le aree di comunicazione sarebbero in questo caso pensate solo per favorire l'incontro tra dette categorie di soggetti, consentendo a nuovi potenziali investitori la manifestazione di generiche espressioni d'interesse a rilevare le azioni/quote di una determinata società.

La finalizzazione del trasferimento delle azioni/quote ed il relativo flusso finanziario ad esso connesso avverrebbero però al di fuori della piattaforma tra le parti stesse che danno vita al trasferimento. La piattaforma inoltre per la creazione di tale *marketplace* non percepirebbe alcuna commissione, limitandosi a fungere da "vetrina" e da area di espressione di manifestazioni di interesse, senza svolgere in alcun modo attività di intermediazione tra le parti e senza assumere in relazione a tali scambi alcuna responsabilità. Compilate, al di fuori della piattaforma, le finalità connesse al trasferimento delle azioni/quote, le parti si limiterebbero a trasmettere alla piattaforma i documenti attestanti il passaggio di proprietà, onde consentire alla piattaforma di aggiornare la situazione a livelli di titolari di azioni/quote.

5. Più in generale, da ultimo ci si chiede se le proposte di revisione regolamentare oggetto della presente consultazione offrano spazi di apertura e conseguente applicabilità delle norme al settore del *real estate*.

Come noto, il *real estate crowdfunding* ha assunto negli ultimi anni un'importanza rilevante. Secondo i dati raccolti dal *report* di Massolution, oltre 1 miliardo di \$ è stato raccolto dalle piattaforme di *real estate crowdfunding* nel 2014 e ci si aspetta che nel corso del 2015 il dato relativo alla raccolta salga a circa 2,5 miliardi di \$. Nel mondo esistono complessivamente circa 85 piattaforme di *real estate crowdfunding*.

Evidenti sono anche le implicazioni ed i benefici, anche di natura sociale, connessi allo sviluppo del *real estate crowdfunding*: dal lato del proponente si tratta di una forma agevolata e rapida di accesso al credito, con costi di investimento ridotti, mentre dal lato dell'investitore vanno segnalati un grado di trasparenza sugli investimenti di gran lunga maggiore rispetto ad altre forme di investimento che si traduce in una maggiore tutela dell'investitore stesso e tassi di ritorno generalmente più alti della media. Più in generale, per la collettività vanno evidenziati fattori connessi alla creazione di condizioni di sviluppo economico sostenibile e di miglioramento delle strutture e delle condizioni di vita.

Dal lato dell'investitore, il processo ipotizzato potrebbe essere quello che prevede una preventiva iniziale iscrizione al portale e la conseguente possibilità di consultare le generiche informazioni relative alle offerte pubblicate, rimanendo però preclusa in questa fase ogni possibilità di visionare i documenti dell'offerta e di effettuare richieste di investimento. Tali richieste potrebbero essere formulate solo a seguito di presentazione di formale richiesta di accesso al portale quale investitore da parte dell'interessato, previa compilazione di un questionario di profilatura. La processazione di eventuali ordini ricevuti avverrà poi a seconda della ormai codificata e canonica distinzione tra ordini "sotto-soglia MIFID" ed ordini "sopra-soglia MIFID", ferma restando la possibilità (oggetto delle presenti proposte di modifica regolamentare e nei confronti della quale si esprime giudizio positivo e di condivisione) da parte del gestore di effettuare la verifica di appropriatezza per tutte le operazioni, a prescindere dal loro ammontare. Tutti i fondi raccolti sarebbero poi depositati su un conto corrente bancario vincolato sottratto alla disponibilità del richiedente (cosiddetto conto *escrow*), onde garantire il raggiungimento delle condizioni di esecuzione dell'aumento di capitale e consentire l'eventuale diritto di recesso dell'investitore (entro 7 giorni dalla sottoscrizione). Una volta raggiunta l'obiettivo di raccolta prefissato, verificatasi la condizione della sottoscrizione per una quota pari ad

almeno il 5% da parte di investitori professionali e completate le procedure di *back office*, si assisterebbe al perfezionamento dell'operazione. Naturalmente anche nel contesto di una simile operatività, le modifiche sopra suggerite, in specie quella relativa all'eliminazione della necessità di raccogliere sottoscrizioni per almeno il 5% da investitori professionali, avrebbero l'effetto di favorire la diffusione di siffatta tipologia di *equity crowdfunding*.

Grati per l'opportunità concessa, si rimane a disposizione per ogni eventuale chiarimento.

Cordiali saluti



**Avv. Roberto Culicchi**

**Hogan Lovells Studio Legale**