

Milano/Roma, 11 Gennaio 2016

*Via SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno*

**CONSOB**

Divisione Strategie Regolamentari  
Via G. B. Martini n. 3  
00198 ROMA

**Oggetto: Osservazioni al Documento di Consultazione “Revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali *on-line*”**

Desideriamo ringraziare codesta On. Commissione per averci concesso l'opportunità di presentare i nostri commenti al documento di consultazione pubblicato in data 3 dicembre 2015 (“**Documento di Consultazione**”) contenente le proposte di revisione al regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali *on-line* approvato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 (“**Regolamento**”).

Nell'accogliere con favore l'iniziativa di codesta On. Commissione di proseguire il confronto pubblico relativamente al Regolamento, già avviato con il documento di consultazione preliminare pubblicato in data 19 giugno 2015, ci è gradita l'occasione per poter apportare il nostro contributo e riportare qui di seguito le nostre osservazioni al Documento di Consultazione.

Siffatte considerazioni sono il risultato dell'esperienza maturata nel settore in questi ultimi anni, nonché degli studi e delle valutazioni del mercato in Italia, nell'Unione Europea e negli Stati Uniti d'America; fermo quanto precede, tutti i commenti e le osservazioni riportate qui di seguito rispecchiano unicamente il giudizio degli scriventi e non rappresentano in alcun modo le posizioni di clienti dello Studio Quorum, né hanno formato oggetto di condivisione con gli stessi.

**Roma**

Via degli Scipioni, 281  
00192 Roma  
T + 39 06 88819000  
F + 39 06 23329403

**Milano**

Via Senato, 37  
20121 Milano  
T +39 02 87213237  
F +39 02 91390617

[www.quorumlegal.com](http://www.quorumlegal.com)

P.IVA 11401421000



Da un punto di vista metodologico, anche ai fini di una più facile lettura della nostra analisi, salvo una premessa di carattere generale si è inteso procedere all'esame delle modifiche proposte da codesta On. Commissione seguendo l'ordine degli articoli (piuttosto che procedere ad un'analisi per singolo argomento) adottando per quanto possibile anche un approccio proattivo; infine, a conclusione del nostro scritto, sono riportate alcune riflessioni *de iure condendo* che riteniamo possano essere di interesse in questa sede.

## **1. Considerazioni di carattere generale**

Come emerso anche dalla consultazione a valle del documento consultivo preliminare, l'adozione del Regolamento ha contribuito alla "*creazione di un ambiente affidabile*"; tuttavia secondo i dati disponibili, le offerte concluse con successo nel 2015 sono 7 per complessivi €1,747 milioni, dato leggermente in crescita rispetto al 2014, laddove le società finanziate risultavano essere 4 per complessivi €1,307 milioni. Da questi dati si evince chiaramente che il fenomeno è ancora di nicchia, in parte anche per le restrizioni all'accesso a questo forma di finanziamento poste dalla normativa primaria, limitazioni che all'avviso degli scriventi hanno rallentato considerevolmente il processo di sviluppo dell'*equity crowdfunding*.

In quest'ottica risulta apprezzabile lo sforzo fatto dal legislatore di allargare il novero dei potenziali offerenti, includendo in particolare le PMI innovative non start-up; dall'esame dei *trend* dei mercati più maturi, quali quello del Regno Unito e della Francia, emerge infatti che la maggior parte degli investimenti registrati nel corso del 2015 siano di natura *growth* – quindi di crescita ed espansione di operatori già presenti sul mercato – mentre gli investimenti *seed*, quindi, delle start-up sono più limitati.

Considerato che gli investitori si sono quasi raddoppiati nel corso del 2015 e che l'interesse dei possibili investitori sembra stia crescendo, ben consci del fatto che la questione attiene alla legislazione primaria, si ritiene che sarebbe necessario ampliare ulteriormente la gamma dei possibili offerenti, estendendo l'accesso anche alle PMI non prettamente innovative.

Un altro elemento - parzialmente di legislazione primaria - che, ad avviso degli scriventi, si ritiene opportuno evidenziare in questa sede riguarda il novero dei "*prodotti*" che possono essere oggetto di offerta.

Codesta On. Commissione rappresenta anche sul proprio sito che "*Il "Decreto crescita bis" ha stabilito che sui portali on-line è possibile svolgere offerte aventi ad oggetto unicamente "strumenti di capitale di rischio" emessi da start-up innovative: si tratta delle azioni di s.p.a. e delle quote di s.r.l. Non è dunque possibile che si svolgano offerte aventi ad oggetto titoli di debito (ad es. le obbligazioni)*"; ciò anche alla luce delle modifiche apportate dall'art. 30 del Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179 recante "*Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*" (c.d.

Decreto Crescita bis), convertito con modifiche dalla Legge 17 dicembre 2012, n. 221, che ha introdotto all'articolo 1 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, ("TUF") il comma 5-novies in base al quale "Per "portale per la raccolta di capitali per le start-up innovative e per le PMI innovative" si intende una piattaforma online che abbia come finalità esclusiva la facilitazione **della raccolta di capitale di rischio** da parte delle start-up innovative [...]".

Va rilevato, invece, che nel corpo del TUF le norme che disciplinano i portali per la raccolta dei **capitali** sono molto meno specifiche su tale punto, facendo ritenere che anche le obbligazioni possano, almeno in linea di principio, rientrare nel novero degli "strumenti finanziari" – almeno come definiti nello stesso TUF all'art. 1, comma 2 – oggetto di offerta. Pur comprendendo il diverso profilo di rischio fra gli obbligazionisti e i sottoscrittori di quote o azioni, anche in ragione dei diversi diritti conferiti dalla legge e del differente trattamento in sede di procedure di insolvenza, si ritiene che la possibilità di offrire obbligazioni mediante i portali potrebbe essere un ulteriore elemento di sviluppo dello strumento in questione.

Fermo quanto detto, oltre alla modifica del citato art. 1, comma 5-novies del TUF, sarebbe improcrastinabile anche una modifica dell'art. 2483 Cod. Civ., mettendo così fine al dualismo fra obbligazioni delle società per azioni e titoli di debito di esclusiva pertinenza delle SRL, avendo le norme in esame – sia pure per determinate e selezionate categorie – già superato l'assioma del carattere "privato" delle SRL, che comportava l'impossibilità per le stesse di sollecitare il pubblico in via immediata e diretta.

## **2. Articolo 1 – Definizioni**

Si condivide pienamente la scelta di sostituire la definizione di "offerente" a quella di "emittente"; infatti non solo la modifica rappresenta la giusta conseguenza dell'ampliamento del novero dei soggetti che possono accedere a questo mezzo di raccolta del capitale, ma evita anche la possibilità di fraintendimenti e confusione con gli "emittenti", così come definiti dal TUF e dal Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernente la disciplina degli emittenti adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 s.m.i., che poteva ingenerare nei risparmiatori/investitori la convinzione di un livello di vigilanza e di un controllo non applicabili al caso di specie.

Si ritiene che la definizione di OICR di cui all'art. 2, comma 1, lett. c) punto 3, potrebbe essere integrata con un esplicito riferimento ai fondi EuVECA di cui al Regolamento (UE) n. 345/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013, relativo ai fondi europei per il venture capital.

Sebbene non costituisca una novità rispetto al testo vigente, si rappresenta che la definizione di controllo di cui all'art. 2, comma 1, lettera f), potrebbe essere semplificata con un richiamo ai principi dettati dall'art. 2559 Cod. Civ.; ad avviso degli scriventi non è necessario procedere ad un'ennesima definizione di controllo, che potrebbe solo ingenerare confusione.

Per quanto riguarda la definizione di “*investitori professionali*”, si condivide quanto emerso dalla consultazione preliminare del 19 giugno 2015, secondo cui uno degli elementi di maggior freno allo sviluppo delle attività di *equity crowdfunding*, è rappresentato dagli obblighi di sottoscrizione da parte degli investitori professionali. E' sicuramente apprezzabile, pertanto, lo sforzo di codesta On. Commissione di includere nella definizione di “*investitori professionali*” anche la categoria degli “*investitori professionali su richiesta*”; tuttavia si ritiene che la misura, per quanto sia necessaria, non sia comunque sufficiente.

Ad avviso degli scriventi, infatti, il beneficio di includere gli “*investitori professionali su richiesta*” potrebbe risultare assai limitato e gli effetti non così rilevanti, come invece sperato; d'altro canto è anche vero che, solo a valle dell'entrata in vigore delle modifiche e decorso un congruo margine di tempo, sarà veramente possibile verificare l'efficacia della novella proposta.

Per mero tuziorismo si evidenzia che i parametri per essere qualificati “*investitore professionale su richiesta*”, previsti dal punto II dell'Allegato 3 al Regolamento, recante norme di attuazione al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari, adottato con delibera Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007 e s.m.i. (“**Regolamento Intermediari**”), potrebbero non essere, comunque, raggiunti da una parte di soggetti (i.e. i c.d. “*business angels*”) che si intendono includere nella novella *de qua*. Sul punto, si ricorda che al fine di rientrare nella categoria in parola occorre soddisfare almeno due dei seguenti requisiti:

- *il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti;*
- *il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, deve superare 500.000 EUR;*
- *il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti.*

Considerato il mercato di riferimento, ma soprattutto il tipo di operazioni oggetto di *crowdfunding*, è difficile, se non impossibile, che possa essere soddisfatto il primo parametro (anche volendo sorvolare

sulla definizione di “*dimensioni significative*”), lasciando di fatto solo due requisiti a disposizione degli investitori per la classificazione.

Ed ancora occorre rappresentare che molto spesso il *business angel* non è un soggetto che ha operato nel settore finanziario; infatti, spesso trattasi di soggetti che, dopo aver avviato un’impresa e aver ottenuto una *exit* soddisfacente, abbiano a disposizione dei fondi da destinare a nuovi investimenti. Proprio tali soggetti paradossalmente non avrebbero le caratteristiche per poter essere qualificati come “*investitori professionali su richiesta*”.

Un’ultima considerazione al riguardo riguarda il combinato disposto dell’art. 1, comma 1, lett. j) e dell’art. 24, comma 2-bis, del Regolamento. La novella prevede infatti che “*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*”. L’esternalizzazione della “classificazione” MIFID per l’attestazione di cliente professionale su richiesta, come meglio evidenziato al punto 12 del presente contributo, potrebbe risultare una soluzione complessa ed assai più onerosa di quanto configurato nel Documento Consultivo.

Ad avviso degli scriventi, una tale soluzione, sarebbe anche, in qualche modo, confliggente con l’internalizzazione della verifica di adeguatezza degli investimenti, che è ben vero che è cosa differente, ma che per sua natura presuppone a monte proprio una corretta della classificazione della clientela.

### **3. Articolo 5 – Contenuto del Registro**

Anche in presenza della disposizione di cui all’art. 14, comma 1, del Regolamento che dispone che sul portale siano indicate le informazioni relative al gestore, ai soggetti che detengono il controllo ed eventualmente ai soggetti aventi funzioni di amministrazione, direzione e controllo (norma che sarà oggetto di osservazioni *ad hoc* al punto 8 del presente contributo), si ritiene utile e non eccessivamente oneroso né per i gestori, né per codesta On. Commissione, la pubblicazione, nel registro, quanto meno della compagine sociale del gestore e, se possibile, anche dei soggetti con delega operativa.

### **4. Articolo 7 – Procedimento di autorizzazione per l’iscrizione**

Si condivide pienamente la necessità di specificare che il procedimento ha carattere autorizzativo anche in visione dell’entrata in vigore, sebbene posticipata, della c.d. MIFID II, così come è condivisibile l’introduzione di un termine perentorio per la risposta alla richiesta di integrazioni da parte di codesta On. Commissione.

In merito ai termini di cui ai commi 2 e 4 dell’art. 7 del Regolamento, anche per questioni di uniformità, parità di trattamento e in considerazione della eventualità che il soggetto possa essere

straniero, sarebbe il caso di stabilire che questi siano da intendersi lavorativi, come previsto al successivo comma 5.

Sarebbe, altresì, opportuno prevedere la sanzione di improcedibilità, nel caso in cui nel corso dell'istruttoria codesta On. Commissione dovesse richiedere ulteriori elementi informativi, ai sensi del comma 3 dell'art. 7 del Regolamento. In particolare, si suggerisce di inserire all'ultimo paragrafo del comma in esame la seguente locuzione: “***fermo restando che nel caso in cui dovesse essere decorso il termine di cui al comma 2 che precede senza che tali elementi informativi siano stati comunicati alla Consob, l'istanza sarà dichiarata improcedibile***”.

Articolo 7.

[...]

3. *In tal caso il termine di conclusione del procedimento è sospeso dalla data di invio della richiesta degli elementi informativi fino alla data di ricezione degli stessi, **fermo restando che nel caso in cui dovesse essere decorso il termine di cui al comma 2 che precede senza che tali elementi informativi siano stati comunicati alla Consob, l'istanza sarà dichiarata improcedibile.***

[...]

In merito al comma 4, si evidenzia che, anche per evitare interpretazioni faziose o strumentali, sarebbe il caso di eliminare la specificazione di “***rilevanti***” con riferimento alle modifiche o, in alternativa, indicare quali delle informazioni di cui all'Allegato 2 si intendono di importanza tale che, ove modificate, possano incidere sulla valutazione e/o sull'attività del gestore del portale.

Articolo 7.

[...]

4. *Qualsiasi modificazione concernente i requisiti per l'iscrizione nel registro che intervenga nel corso dell'istruttoria, ovvero in caso di **rilevanti** modifiche apportate alla relazione prevista dall'Allegato 2, è portata senza indugio a conoscenza della Consob. Entro sette giorni dal verificarsi dell'evento, la società richiedente trasmette alla Consob la relativa documentazione. In tal caso, il termine di conclusione del*

*procedimento è interrotto dalla data di ricevimento della comunicazione concernente le modificazioni intervenute e ricomincia a decorrere dalla data di ricevimento da parte della Consob della relativa documentazione.*

[...]

## **5. Articolo 8 – Requisiti di onorabilità dei soggetti che detengono il controllo**

Si condivide pienamente l'introduzione della disposizione di cui all'art. 8, comma 1-bis, anche nell'ottica rappresentata da codesta On. Commissione nel Documento Consultivo di "rafforzare" l'attività di vigilanza sui gestori dei portali che operano in regime di esenzione MIFID.

Si cogli l'occasione per sottolineare che tale regime di esenzione e la struttura di netta separazione fra portale e soggetto che gestisce gli ordini adottata a livello di legislazione primaria, dovrà essere ben valutata alla luce delle indicazioni dell'ESMA e della Commissione UE in merito agli sviluppi normativi e della c.d. "licenza MIFID". Il sistema adottato potrebbe creare uno svantaggio competitivo per i portali italiani rispetto ai propri competitor europei.

## **6. Articolo 11-bis – Decadenza dall'Autorizzazione**

Il principio introdotto dall'art. 11-bis del Regolamento, considerato anche che nel mercato italiano a fronte di 19 autorizzazioni concesse sembrano essere pienamente operativi solo una minoranza di portali, è pienamente condivisibile; tuttavia, la disposizione dovrebbe essere coordinata con quanto previsto dal comma 2, dell'art. 21 del Regolamento ("Il gestore comunica senza indugio alla Consob le date di inizio, interruzione e riavvio dell'attività"), soprattutto prevedendo un termine relativamente all'interruzione.

Potrebbe essere, inoltre, utile chiarire cosa si intende per interruzione dell'attività; appare infatti evidente a chi scrive che la mancanza di offerte presentate sul portale non comporta necessariamente un'interruzione dell'attività, né può essere considerata come un elemento indicativo del mancato inizio della stessa; infatti, la costruzione di una *offer pipeline*, lo *scouting* e la valutazione delle offerte potrebbero richiedere tempistiche che non sono confacenti con il termine di cui all'art. 11-bis. Ad avviso degli scriventi, anche per avere una data quanto possibile certa, sarebbe il caso che l'avvio o l'interruzione dell'attività siano deliberate dall'organo amministrativo o in caso di inerzia dello stesso dagli organi di controllo, ove previsti, e riportate in un apposito verbale da inviarsi in copia a codesta On. Commissione.

## 7. Articolo 13 – Obblighi del Gestore

Il comma 5-bis dell'articolo in esame introduce uno degli elementi cruciali della novella, ovvero, la possibilità di *opt-in* del gestore per quanto concerne la verifica dell'appropriatezza degli investimenti, a prescindere dal loro ammontare; pertanto, un commento della proposta di modifica non può prescindere da un'analisi sistematica di tale elemento e deve, quindi, tenere conto anche delle disposizioni dei successivi artt. 14, 15, 17, 21 e dell'Allegato 2 al Regolamento.

L'introduzione della possibilità dell'*opt-in* va anche nella direzione di quanto auspicato dall'ESMA nel proprio **Advice - Investment-based Crowdfunding**, in cui siffatta Autorità fra l'altro analizzava l'adozione dell'esenzione di cui all'art. 3 della Direttiva MIFID per autorizzare i portali, sottolineando che tale scelta comportava la necessaria partecipazione di un soggetto (i.e. un intermediario autorizzato) per l'esecuzione degli ordini e che tale partecipazione non solo non rientrava nel modello di funzionamento tipico del business del *crowdfunding*, ma poteva oltretutto rivelarsi eccessivamente onerosa<sup>1</sup>. Come effettivamente emerso dalla consultazione preliminare, l'impossibilità per il gestore di direttamente "profilare" l'adeguatezza dell'investimento reca una serie di conseguenze anche pratiche, una su tutte, l'impossibilità di concludere le operazioni on-line, che rappresenta attualmente uno degli impedimenti di maggior rilievo allo sviluppo del *equity crowdfunding* in Italia.

Si ritiene inoltre che, anche nell'ottica - espressa da codesta On. Commissione - di equiparare quanto possibile, in termini di vigilanza, i gestori dei portali alle SIM, un'assunzione di responsabilità da parte dei citati gestori non può che avere effetti positivi. Fra l'altro, è anche condivisibile quanto rappresentato nel Documento di Consultazione, ossia che per poter procedere alla verifica di adeguatezza sarà necessario che i gestori dei portali si strutturino – salvo il principio di proporzionalità; pertanto si aderisce all'impostazione secondo cui l'opzione "*default*" sarà quella per cui i controlli MIFID siano affidati alle banche o alle imprese di investimento – con la relativa eliminazione del questionario – e che l'internalizzazione del processo sia, invece, la conseguenza di un'esplicita volontà del gestore ("*opt-in*"), previa comunicazione all'autorità di vigilanza. In quest'ottica la proposta norma – con effetti transitori – di cui all'art. 21, comma 1-bis, appare del tutto appropriata.

Dal punto di vista organizzativo si ritiene che l'*opt-in* comporti una serie di oneri economici e strutturali per i gestori dei portali, in parte compensati dalla certezza dell'investimento e dalla rapidità di conclusione delle singole operazioni, senza duplicazione di attività. Come rappresentato anche nel

---

<sup>1</sup> "ESMA has considered whether it is possible for platforms to operate within the scope of the exemption and has concluded that it is possible, but that the requirement to transmit orders only to authorised firms, which is a pre-condition under Article 3 for any firm transmitting orders to benefit from the optional exemption, is likely to mean involving an additional party for which the business model would not otherwise have a need [...]. We understand that the intention behind this is to ensure investor protection. However, this could also raise costs for platforms and hence potentially investors." ESMA Advice - Investment-based crowdfunding doc. N. 2014/1560 del 18 dicembre 2014.

Documento di Consultazione, l'internalizzazione delle verifiche di adeguatezza comporterà anche un onere in termini di vigilanza, soprattutto nei primi tempi di applicazione della legge; in questo senso potrebbe essere consigliabile cercare di aprire un canale diretto con codesta On. Autorità o prevedere nella sezione del sito CONSOB dedicata al *crowdfunding* una parte dedicata a tale attività con una serie di Q&A di volta in volta aggiornate.

In merito al regime informativo di cui all'art. 15, comma 2, lett. b) si ritiene che le informazioni siano esaustive e, in ogni modo, sufficienti per poter valutare in modo corretto la corrispondenza dell'investimento al profilo dell'investitore. Per mero tuziorismo potrebbe essere reso più chiaro il testo dell'incipit del comma 2, in parola, riformulandolo come segue:

Articolo 15.

[...]

2. *Il gestore assicura che possano accedere alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle singole offerte solo ~~gli investitori diversi dagli~~ investitori professionali **o gli investitori** che abbiano:*

[...]

In ottica di trasparenza potrebbe essere consigliabile prevedere che i soggetti che abbiano optato per l'internalizzazione del processo diano evidenza di ciò nel portale; in questo senso potrebbe essere prevista un'integrazione della lett. c) del comma 1, del art. 14 del Regolamento che nell'attuale versione stabilisce "1. Nel portale sono pubblicate in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche attraverso l'utilizzo di tecniche multimediali, le informazioni relative: [...] c) alle modalità per la gestione degli ordini relativi agli strumenti finanziari offerti tramite il portale".

Aggiungendo la seguente frase "**specificando se il gestore procede direttamente alla verifica di cui all'articolo 13, comma 5-bis o se vi procederanno le banche e le imprese di investimento ai sensi dell'articolo 17, comma 3.**", dopo le parole "tramite il portale".

Articolo 14.

1. *Nel portale sono pubblicate in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche attraverso l'utilizzo di tecniche multimediali, le informazioni relative:*

[...]

c) *alle modalità per la gestione degli ordini relativi agli strumenti finanziari offerti tramite il portale, **specificando se il gestore procede direttamente alla verifica di cui all'articolo 13, comma 5-bis o se vi procederanno le banche e le imprese di investimento ai sensi dell'articolo 17, comma 3.*** [...]

In merito al processo di valutazione dalla lettura congiunta del comma 5-bis e del comma 5-ter dell'art. 13, nonché delle disposizioni di cui all'art. 17, commi 3 e 4 del Regolamento si evince chiaramente che il gestore dovrà procedere alla verifica di adeguatezza “**per ogni ordine di adesione alle offerte ricevuto**”, a prescindere quindi, dal valore e dall'ammontare di esso, mentre le banche e le imprese di investimento dovranno procedere alla verifica, sempre che il gestore non abbia proceduto all'*opt-in* (art. 17, comma 4), solamente laddove siano state superate le soglie di cui ai punti a) e b) del medesimo art. 17, comma 3.

In merito alle soglie di cui al citato art. 17, condividiamo quanto rappresentato da vari operatori di mercato sulla necessità di procedere ad una revisione e, in particolare, ad un innalzamento delle stesse; d'altro canto condividiamo anche quanto indicato da codesta On. Autorità, per cui con l'*opt-in* tale questione potrebbe essere superata. In ogni caso, è bene rilevare che gli effetti di tali previsioni non potranno che essere valutati nella loro interezza se non dopo che siano disponibili dei dati reali.

## **8. Articolo 14 – Informazioni relative alla gestione del portale**

Ad avviso degli scriventi, quanto previsto dall'art. 14 del Regolamento, unitamente a quanto dettato dall'art. 15, è sufficiente per dare ai possibili investitori gli strumenti necessari per poter essere correttamente informati e per assumere le decisioni di investimento ben consci dei rischi sottesi.

Oltre alla specifica di cui alla lett. c) del comma 1 dell'art. 14 (cfr. punto 7 del presente contributo, che precede), si è dell'opinione che – senza che questo implichi particolari oneri per il gestore – sarebbe necessario indicare i soggetti aventi funzioni di amministrazione, direzione e controllo in ogni caso, anche quando sono presenti soggetti che detengono il controllo; pertanto si propone di modificare la lett. a) del comma 1 come segue.

### Articolo 14.

*1. Nel portale sono pubblicate in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche attraverso l'utilizzo di tecniche multimediali, le informazioni relative:*

*a) al gestore, ivi compresi i recapiti telefonici e di posta elettronica, ai soggetti che detengono il controllo ovvero, in mancanza, ai soggetti che detengono partecipazioni almeno pari al venti per cento del capitale sociale, ai soggetti aventi funzioni di amministrazione, direzione e controllo; [...]*

Il ruolo degli amministratori e dei soggetti deputati al controllo, soprattutto nei gestori più strutturati, potrebbe essere di gran lunga più pregnante di quello dei soci e, proprio in virtù di tale aspetto, si ritiene che coloro che sono deputati al *day to day management* e che hanno l'effettivo polso della situazione devono essere identificabili e, eventualmente, contattabili.

## **9. Articolo 17 – Obblighi relativi alla gestione degli ordini di adesione degli investitori**

Fermo quanto già riportato al punto 7 che precede, considerata la modifica del sistema, andrebbe rivisto il comma 5 dell'art. 17 che stabilisce che *“Il gestore acquisisce dall'investitore, con modalità che ne consentano la conservazione, un'attestazione con la quale lo stesso dichiara di non aver superato, nell'anno solare di riferimento, le soglie previste al comma 3. A tal fine rilevano gli importi degli investimenti effettivamente perfezionati per il tramite del portale al quale sono trasmessi gli ordini nonché di altri portali”*. Pur comprendendo che l'onere di custodia di tale documento non appare eccessivamente oneroso, tale disposizione sembra non avere alcuna finalità pratica qualora il gestore abbia provveduto all'*opt-in*; infatti, come detto in precedenza, l'obbligo di verifica di adeguatezza in caso di *opt-in* incombe per **“per ogni ordine di adesione alle offerte ricevuto”**, quindi, anche nel caso in cui la soglia annuale di cui al comma 3 dell'art. 17, non sia stata superata.

Alla luce di quanto riportato si propone la seguente modifica.

### Articolo 17.

*Il gestore **che non effettua direttamente la verifica prevista dall'art. 13, comma 5-bis** acquisisce dall'investitore, con modalità che ne consentano la conservazione, un'attestazione con la quale lo stesso dichiara di non aver superato, nell'anno solare di riferimento, le soglie previste al comma 3. A tal fine rilevano gli importi degli investimenti effettivamente perfezionati per il tramite del portale al quale sono trasmessi gli ordini nonché di altri portali.*

[...]

In un'ottica di coordinamento dovrà essere modificata anche la lettera d) del comma 1 dell'art. 20 del Regolamento.

Articolo 20.

*1. Il gestore è tenuto a conservare ordinatamente per almeno cinque anni, in formato elettronico ovvero cartaceo, copia della corrispondenza e della documentazione contrattuale connessa alla gestione del portale, ivi inclusa:*

[...]

*d) l'attestazione prevista dall'articolo 17, comma 5, **se richiesta**, e le attestazioni dalle quali risulta la classificazione di cliente professionale ricevute ai sensi dell'articolo 24, comma 2-bis.*

**10. Articolo 21 – Comunicazioni alla CONSOB**

Al precedente punto 6 del presente contributo, si è rappresentata la necessità di avere una data possibilmente certa, anche per le finalità di cui ai commi 1 e 2 dell'art. 11-bis del Regolamento dell'inizio e dell'interruzione dell'attività; pertanto sarebbe consigliabile modificare il comma 2 dell'art. 21 come segue:

Articolo 21.

[...]

*2. Il gestore comunica senza indugio, e comunque entro dieci giorni dalla decisione dell'organo societario preposto, alla Consob le date di inizio, interruzione e riavvio dell'attività. [...]*

**11. Articolo 23 – Sanzioni**

Si accoglie con favore l'introduzione della specifica di “**grave**” per la violazione delle regole di condotta che dà luogo alla sospensione dell'attività del gestore; potrebbe essere un'opzione valutare se inserire anche l'aggettivo irreparabile, anche se in tal caso gli scriventi ritengono che la sanzione applicabile non dovrebbe essere la sospensione, ma l'immediata radiazione.

Inoltre, per questioni di trasparenza, potrebbe essere utile inserire un riferimento alle norme che sottendono al procedimento sanzionatorio ed in particolare al Regolamento generale sui procedimenti

sanzionatori della CONSOB, ai sensi dell'articolo 24 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, così come sarà modificato a seguito della consultazione conclusasi il 7 dicembre 2015.

## **12. Articolo 24 – Condizioni relative alle offerte sul portale**

Con riferimento all'art. 24, appaiono necessarie, ad avviso degli scriventi, due riflessioni: una riguarda la soglia minima di partecipazione fissata al 5% per gli investitori professionali e l'altra attiene alla nuova previsione di cui al comma 2-bis in merito all'attestazione di cliente professionale su richiesta.

Relativamente alla soglia obbligatoria di partecipazione, si ribadiscono le perplessità già rappresentate al punto 2 che precede in merito alla reale efficacia della nuova definizione "*allargata*" dei soggetti potenzialmente qualificati come investitori professionali. Ad avviso degli scriventi sarebbe, in ogni caso, consigliabile una riduzione della soglia nell'ordine del 2,5%/3%.

In merito all'attestazione da cui risulta la classificazione quale cliente professionale rilasciata da parte di un intermediario terzo, introdotta appunto dall'art. 24, si fa presente che siffatta norma, sebbene se ne condivida lo spirito, potrebbe rivelarsi di non facile applicazione. L'attestazione di cliente professionale su richiesta dovrebbe, infatti, essere rilasciata avendo riguardo specificamente alla tipologia di servizi e di operazioni per cui tale classificazione è fatta; tuttavia, stante il disposto della novella, un intermediario dovrebbe "*attestare*" l'idoneità del potenziale investitore in un settore in cui lo stesso intermediario non opera e, quindi, non necessariamente conosce (i.e. quello degli investimenti tramite portali on-line).

La generica attestazione da cui risulta che il soggetto è considerato cliente professionale su richiesta dall'intermediario per un'attività tipica svolta dall'intermediario medesimo non avrebbe, ad avviso degli scriventi, alcuna valenza, in quanto non attesterebbe alcuna conoscenza da parte del soggetto del mercato in cui intendere effettuare investimenti. Tra l'altro, sembrerebbe anche illogico per le finalità che si propone tale attestazione, dare – in estrema sostanza – un ruolo di leadership e garanzia all'investitore così classificato nei confronti degli investitori *retail*.

Oltre a quanto sopra, andrà fattualmente verificata la disponibilità di banche ed imprese di investimento a rilasciare una tale dichiarazione, che implica oltretutto un'assunzione di responsabilità da parte di tali soggetti nei confronti dell'autorità di vigilanza e del gestore del portale nel caso in cui l'attestazione dovesse risultare non corretta.

## **13. Allegato 2 – Relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa**

Potrebbe essere utile in questa sede evidenziare che l'attività di verifica dell'adeguatezza nel caso di *opt-in* non possa essere esternalizzata. A meno che gli intendimenti di codesta On. Commissione non

siano differenti, si ritiene che l'unico sistema di esternalizzazione dell'attività in questione sia lo status previsto per legge di *default*, per cui per evitare qualsiasi fraintendimento - soprattutto in sede di avvio della nuova disciplina - dovrebbe essere specificamente chiarito il punto in parola.

#### **14. Altre considerazioni**

In aggiunta a quanto sopra riportato, si richiama l'attenzione di codesta On. Commissione su alcuni argomenti che potrebbero essere oggetto di approfondimento ed eventualmente integrazione della normativa attuale e, segnatamente:

- a) per questioni di tracciabilità e anche per consentire una maggiore diffusione dei prodotti, potrebbe essere utile procedere all'attribuzione del codice ISIN anche agli strumenti finanziari offerti tramite i portali on-line;
- b) per eliminare eventuali conflitti di interesse, si potrebbe escludere la possibilità per il gestore di effettuare consulenza alle società offerenti, in particolare laddove trattasi di PMI non start-up e se il gestore è di emanazione bancaria o SIM;
- c) prevedere che il *business plan* presentato dagli offerenti sia attestato o confermato da un esperto indipendente;
- d) prevedere che il gestore, a prescindere dalla forma societaria adottata, si doti obbligatoriamente di un organismo di controllo, anche monocratico. Una tale previsione, che non si ritiene eccessivamente onerosa per i gestori, sarebbe una garanzia di maggiore controllo sulle attività del gestore, oltre a rappresentare siffatto organismo di controllo un possibile interlocutore per codesta On. Commissione;
- e) in conclusione un'ultima considerazione va effettuata in merito agli OICR, in particolare ai FIA, che sono oggetto di una complessa e specifica disciplina. Al riguardo si fa presente che i limiti in termini di massimo di raccolta (5 Milioni di Euro) rappresentano un reale ed importante ostacolo all'adozione dei portali come strumento di raccolta. Ne consegue che potrebbe essere il caso di valutare una deroga alla previsione di cui all'art. 100-ter del TUF. Inoltre si ritiene che il soggetto più indicato all'esecuzione degli ordini, nel caso in cui la raccolta dei capitali venga effettuata mediante un portale on-line, sia non tanto un soggetto terzo, ma la SGR che ha costituito il fondo o lo gestisce.

\* \* \* \* \*

Restiamo a disposizione di codesta on. Commissione per fornire qualsiasi chiarimento in merito alle osservazioni contenute nel presente documento.

Con osservanza,

**Quorum Studio Legale e Tributario Associato**

Roberto Sparano ([rsparano@quorumlegal.com](mailto:rsparano@quorumlegal.com))