

Spett.le
Commissione Nazionale per le Società e la Borsa - Consob
Divisione Strategie Regolamentari
Via G.B. Martini, n. 3
00198 Roma

**Osservazioni al Documento di Consultazione del 6 luglio 2017
riguardante la revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013
sulla Raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line*.**

Egregi Signori,

redattori delle presenti osservazioni sono il prof. Nicola de Luca – associato di diritto commerciale nell’Università Vanvitelli e docente di *European Business Law* alla Luiss Università Guido Carli – e il dott. Salvatore Luciano Furnari – *research assistant* in *European Business Law* alla Luiss Guido Carli: gli Autori propongono le seguenti osservazioni sulla base del loro contributo al dibattito scientifico in materia di *Equity Crowdfunding*¹.

Innanzitutto si ringrazia la Commissione per l’opportunità offerta di partecipare alle consultazioni e si accoglie positivamente la volontà di revisionare il Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla Raccolta di

¹ Nicola de Luca è autore de: *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di srl? Prime considerazioni (art. 100 ter, 2° comma bis e 2° comma quinquies, t.u.f. introdotti dall’art. 4, 10° comma, d.l. 24 gennaio 2015 n. 3, conv. dalla l. 24 marzo 2015 n. 33)*, in *Nuove leggi civ.*, 2016, 1; Nicola de Luca, Salvatore Luciano Furnari e Andrea Gentile sono autori de: *Equity Crowdfunding*, voce del *Digesto. Discipline Privatistiche. Sezione Commerciale, Aggiornamento ******, UTET, Torino, 2017, 159-169.

capitali di rischio tramite portali *on-line*, specialmente alla luce delle ultime modifiche alla disciplina primaria che hanno profondamente modificato l'insieme delle regole dedicate al c.d. *equity crowdfunding*.

In generale si apprezza, ai fini di aumentare la protezione (e quindi di riflesso anche la fiducia) degli investitori, l'introduzione di ulteriori requisiti per l'iscrizione al registro dei portali *on-line*, consistenti nell'adesione ad un sistema di indennizzo o alla stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale. Inoltre si concorda con l'ampliamento del novero dei gestori di diritto che possono richiedere l'iscrizione all'albo speciale.

Sia permessa una considerazione che prende spunto da quanto osservato dalla Consob nel Documento di consultazione, a pagina 2. Pur con la consapevolezza che non compete alla Consob correggere errori del legislatore, si sottolinea tuttavia la necessità che l'ampliamento del novero dei soggetti che ricorrono all'*equity crowdfunding* non si tramuti in una sovversione delle caratteristiche tipologiche che distinguono le società per azioni e le società a responsabilità limitata, e che giustificano l'esistenza di due modelli capitalistici con regime differente: solo le prime, nell'ordinamento italiano, costituiscono tipologia designata in generale all'accesso al mercato dei capitali e con tale potenzialità è coerente la relativa disciplina. In questo senso, è illogica ed incoerente non la possibilità che anche le s.r.l. che si qualificano PMI (e che sono la quasi totalità di quelle costituite) possano accedere al *crowdfunding* – che è comunque uno strumento di accesso intermediato al pubblico risparmio – ma che quelle medesime società possano reputarsi abilitate a promuovere la sottoscrizione di propri prodotti finanziari direttamente presso il pubblico, in deroga all'art. 2468, comma 1, c.c., senza ricorso al *crowdfunding*. Si suggerisce pertanto alla Consob di farsi promotrice di una modifica al testo dell'art. dall'art. 57, comma 1, decreto-legge 24 aprile 2017, n. 502, che ha

esteso l'applicazione dell'art. 26, commi 2, 5 e 6, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 2213, a tutte le PMI anche non innovative, al fine di precisare che tutte le PMI costituite in forma di s.r.l. possono offrire al pubblico come prodotti finanziari le relative quote sociali, non «anche attraverso», bensì «esclusivamente attraverso» i portali per la raccolta on line di capitali, di cui al TUF.

Tanto osservato, si formulano qui di seguito due semplici e brevi osservazioni al Documento in oggetto.

- **Sottoscrizione del 5% dell'offerta.** Come è noto la regolamentazione italiana sull'*equity crowdfunding* è l'unica fra quelle dei più importanti ordinamenti europei ad imporre che almeno 5% del capitale offerto debba essere sottoscritto da investitori professionali, *et similia*, affinché una raccolta possa considerarsi completata con successo.

Una delle ragioni che hanno giustificato l'introduzione di tale requisito è fare in modo che l'investitore c.d. *retail* sia sempre affiancato ad un tipo di investitore molto più esperto, in considerazione dell'alto rischio insito nel finanziamento di attività di piccole dimensioni e fortemente innovative.

La platea dei soggetti che possono ricorrere a questo strumento di finanziamento alternativo è stata ad oggi ampliata, includendovi anche imprese di piccole e medie dimensioni non-innovative, le quali, rispetto alle precedenti, possiedono valori di rischio e di rendimento dell'investimento nel loro capitale molto diversi. Fatte salve le dovute eccezioni, in termini generali si può affermare che l'investimento in un'impresa non-innovativa sarà caratterizzato da

un rendimento potenziale e da un rischio minore rispetto ad un investimento in un'impresa innovativa.

Quanto detto influisce da una parte sulla *ratio* giustificatrice l'introduzione di questo requisito e dall'altra sull'interesse che investitori professionali possono nutrire nei confronti di società "tradizionali" di piccole e medie dimensioni.

Sulla base di quanto detto, si suggerisce l'eliminazione del requisito del 5% per gli investimenti in imprese non-innovative.

- **Divieto di "autoquotazione" per i portali *on-line*.** In armonia con la disciplina europea, nella revisione del Regolamento si assiste ad un rafforzamento della disciplina sui conflitti di interesse. Rafforzamento che nella misura in cui vieta l'"autoquotazione" dei portali *on-line* potrebbe essere considerato eccessivo.

Alcune semplici ragioni possono essere menzionate a favore di quanto appena detto. In primo luogo, il ruolo dei portali *on-line*, a cui sovente ci si riferisce come "mere vetrina di offerte", è un ruolo essenzialmente passivo, e perciò risulta essere insussistente il timore di cattiva gestione di un eventuale conflitto di interessi tale da generare effetti negativi per i clienti.

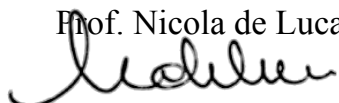
Da un punto di vista pratico, invece, si fa presente che tali regole, così come previste, non impediscono la possibilità di procedere ad "autoquotazioni" incrociate, ovvero pratiche tramite le quali un portale potrebbe comunque procedere ad una raccolta di *equity crowdfunding* su di un altro portale *on-line* e successivamente ricambiare il favore.

Infine è la stessa esperienza di altri paesi, prima fra tutti l’Inghilterra, che ci mostra il consenso verso operazioni di “autoquotazione” insieme con il successo delle stesse.

Si resta a disposizione per eventuali necessità di chiarimenti e si porgono i migliori saluti,

Roma, il 21 agosto 2017

Prof. Nicola de Luca



Dott. Salvatore Luciano Furnari

