



Si riportano di seguito le risposte e le considerazioni del CONSIGLIO NAZIONALE DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI - *Commissione Finanza Innovativa - Gruppo di Lavoro Equity Crowdfundng* sul documento di consultazione preliminare CONSOB per la “*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*”.

Si ringrazia per l’attenzione e si porgono distinti saluti.

* * *

1. Ritenete che il Regolamento abbia favorito la creazione di un “ambiente” affidabile per l’operatività dei gestori dei portali *on-line*?

Sì.

2. Rispetto a questa finalità:

a. Il “Registro dei Portali” costituisce un efficace strumento di pubblicità e certezza del diritto?

Sì.

b. I “Requisiti” di onorabilità e professionalità dei soci ed esponenti aziendali costituiscono strumenti proporzionati?

Sì.

c. I “Requisiti organizzativi” costituiscono strumenti proporzionati?

Sì.

d. Ritenete che l’introduzione di nuovi soggetti i cui strumenti finanziari possono essere oggetto di offerta richiedano regole di condotta specifiche rispetto a quelle attuali?

No.

e. Ritenete opportuna la previsione di disposizioni di dettaglio per la prevenzione delle frodi?

No.

f. Gli obblighi relativi alla gestione degli ordini di adesione degli investitori costituiscono presidi proporzionati?

In parte. In tale ambito si suggeriscono le seguenti ipotesi volte a semplificare l’esecuzione degli ordini favorendo il finanziamento delle *start-up* come previsto dalla norma primaria:

- 1) Eliminare la soglia di applicazione della MiFID coerentemente con la natura di attività in esenzione rispetto alla disciplina MiFID. Per i gestori autorizzati le banche e le imprese di investimento svolgono un ruolo meramente esecutivo a valle di un’attività in esenzione. In alternativa aumentare la soglia almeno fino ad un importo più coerente con i risultati finora registrati nell’operatività dei portali (almeno 15.000€ unificata per persone fisiche e giuridiche);
- 2) Eliminare la forma scritta del contratto - in linea con il servizio di consulenza in materia di investimenti – oppure introdurre la possibilità della sottoscrizione mediante la firma digitale;



3) Rendere obbligatoria la trasmissione della profilatura cliente da parte gli intermediari che già detengono il rapporto con il cliente agli intermediari che ricevono gli ordini dai portali al fine di assicurare il rispetto della disciplina dettata dal TUF e dalla relativa disciplina di attuazione in materia di servizi e attività di investimento. Da un punto di vista operativo si riscontrano rilevanti frizioni riconducibili essenzialmente alla mancata cooperazione tra i citati intermediari.

g. Gli obblighi informativi relativi alle “Comunicazioni alla CONSOB” determinano oneri amministrativi proporzionati?

Riteniamo di non rispondere a questa domanda perché riguarda unicamente i Gestori di Portali on-line.

3. Ritenete che il Regolamento abbia determinato una dotazione di strumenti di valutazione del profilo rischio/rendimento e dell’investimento nel suo complesso, idonea a mettere gli investitori diversi dai clienti nelle condizioni di operare scelte consapevoli?

Riteniamo che il set di strumenti sia decisamente completo e idoneo a far sì che l’investimento possa svolgersi on-line e in sicurezza ma se, come accade ora, a partire da 500 euro si rende necessario sottoporre l’investitore anche ad ulteriori questionari per la profilatura MiFID (presso gli intermediari e oltre tutto off-line!), l’insieme di avvertenze, moniti, istruzioni e verifiche presenti sui portali perdono di significato.

Lo scopo della regolamentazione dovrebbe essere di proteggere l’investitore ma anche di facilitare l’investimento e su questo secondo punto riteniamo che il Regolamento nella sua prima versione non abbia decisamente centrato l’obiettivo e sia, invece, incappato nei pericoli ben evidenziati dalla Commissione UE nel documento “*Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union*”¹.

4. Rispetto a questa finalità:

a. Il livello di profondità e standardizzazione delle informazioni sul portale sull’investimento in *start-up* innovative è adeguato?

Per quanto evidenziato al punto precedente, se il processo d’investimento non può svolgersi interamente on-line, lo si ritiene oltremodo eccessivo.

b. Il livello di profondità e standardizzazione delle informazioni sulle *start-up* innovative e sulle singole offerte è adeguato?

Sì.

c. Il “percorso consapevole” disegnato dall’art. 15 del Regolamento costituisce un utile strumento a disposizione dell’investitore o la sua concreta attuazione rappresenta una formalità amministrativa?

¹ “*The danger is that too burdensome and premature regulatory action could stymie the development of crowdfunding, while too lax policies could lead to losses to investors, harming consumer confidence and trust in crowdfunding.*” Brussels, 27.3.2014 COM(2014) 172 final - Communication From The Commission To The European Parliament, The Council, The European Economic And Social Committee And The Committee Of The Regions – pag.7.



Il “percorso di investimento consapevole” è molto utile se conduce, appunto, all’investimento; sui portali, però, ciò può avvenire solo fino a 500euro: sopra a questo importo, adempimenti come la risposta al questionario appaiono, per l’investitore, privi di vantaggi.

d. Avete riscontrato difficoltà nell’acquisire informazioni sulle *start-up* innovative in seguito alla chiusura delle offerte?

Riteniamo di non rispondere a questa domanda perché riguarda unicamente chi ha investito in offerte proposte dai Portali on-line.

5. Vi sono ulteriori sintetiche osservazioni, supportate da evidenze concrete, in merito alle tematiche connesse all’applicazione della regolamentazione in esame, in particolare con riferimento al raggiungimento degli obiettivi normativi e alla proporzionalità dei relativi oneri?

Nell’ottica di facilitare lo sviluppo dello strumento dell’*equity-crowdfunding*, le cui straordinarie potenzialità per la crescita economica e culturale del Paese sono a tutti note, ci permettiamo di sottoporre all’attenzione della Commissione le seguenti proposte di modifica del Regolamento:

1) ELIMINARE LA SOGLIA DI APPLICAZIONE DELLA DISCIPLINA MiFID

Come già rappresentato per consentire un pieno ottenimento degli effetti previsti dalla norma primaria che ha disegnato un’attività in esenzione dalla disciplina MiFID occorrerebbe eliminare la soglia di applicazione della MiFID coerentemente con la natura di attività in esenzione. Per i gestori autorizzati le banche e le imprese di investimento svolgono un ruolo meramente esecutivo a valle di un’attività in esenzione.

Sopra la soglia di rilevanza, il sistema definito dall’art. 17 del Reg. 18592 impone al Gestore Autorizzato la trasmissione di un ordine ad una banca o una impresa di investimento.

Questa opera nei confronti degli investitori nel rispetto delle disposizioni applicabili contenute nella Parte II del Testo Unico e nella relativa disciplina di attuazione, vale a dire che procede alla valutazione di adeguatezza e/o appropriatezza dell’investimento secondo la disciplina MiFID.

La profilazione MiFID serve a rendere edotto l’investitore sul fatto che investire in equity di società non quotate è rischioso e illiquido, tanto più se di recente costituzione.

Mentre in linea di principio non vi è ragione di procedere alla verifica di adeguatezza nel caso dell’*equity-crowdfunding*, non trattandosi di attività di consulenza finanziaria, è necessario sottoporre l’investitore alla verifica di appropriatezza per verificare le informazioni e le esperienze di cui l’investitore dispone in relazione allo specifico investimento.

Si tratta di un’analisi sostanzialmente corrispondente a quella che il Regolamento già impone di fare ai Gestori dei portali (sia sopra che sotto soglia): l’investitore risponde due volte alle stesse domande rendendogli più laborioso procedere all’investimento.

Non solo, tale previsione regolamentare contrasta con i modelli di comportamento che in Italia come nel resto del mondo la diffusione di internet sta generando perché, in caso di importi superiori a 499€, obbliga il potenziale investitore a recarsi di persona in banca snaturando il processo di investimento on-line che, invece, dovrebbe avviarsi e completarsi sul web come avviene da anni in sicurezza nel TOL (trading on-line).



In altri Paesi comunitari non risultano doppi livelli o sovrapposizioni come quelle descritte, mentre lo scopo della normativa MIFID è di creare un terreno competitivo uniforme (*level playing field*) all'interno dell'Unione Europea, garantendo comunque il massimo livello di tutela possibile all'investitore.

Proponiamo, quindi, di permettere ai Gestori autorizzati di essere l'unico soggetto rilevante rispetto ai presidi volti alla tutela degli investitore direttamente on-line. È una soluzione adottata da altri Paesi comunitari (i.e. la Francia) con effetti promettenti per lo sviluppo dello strumento.

È importante evidenziare come, agire nel modo descritto, ai fini dell'efficienza e della performance economica delle imprese e dei sistemi economici verso cui deve indirizzarsi l'operato delle istituzioni pubbliche, ridurrebbe anche drasticamente gli attuali costi di transazione legati a possibili attriti, ritardi, comunicazioni, interazioni e controlli ridondanti senza per questo cedere sul piano dell'affidabilità.

Quanto precede, se necessario, potrebbe essere bilanciato dalla previsione di adeguati requisiti di capitalizzazione minima per i Gestori di Portali e/o dall'obbligo di stipulare idonee polizze assicurative.

2) INVESTIMENTI SOTTO-SOGLIA

Il Reg 18592 all'art. 17, quarto comma, dispone:

4. Le disposizioni contenute nel comma 3 non si applicano quando ricorrano le seguenti condizioni:

- a) gli ordini siano impartiti da investitori-persone fisiche e il relativo controvalore sia inferiore a cinquecento euro per singolo ordine e a mille euro considerando gli ordini complessivi annuali;
- b) gli ordini siano impartiti da investitori-persone giuridiche e il relativo controvalore sia inferiore a cinquemila euro per singolo ordine e a diecimila euro considerando gli ordini complessivi annuali.

In proposito si rileva come la soglia individuata è troppo bassa.

Un investimento anche di poco sopra soglia (improvvidamente posta a 500€ così che anche l'importo "rotondo" si colloca al di sopra di essa) comporta costi di transazione oltremodo elevati: vale in proposito quanto evidenziato al punto precedente (un potenziale investitore si vede solitamente preclusa la possibilità di vedersi "trattare" l'ordine da parte della propria banca e, se non si persuade ad aprire un rapporto con annesso contratto di servizi d'investimento presso la banca o la SIM ove è aperto il conto corrente indisponibile intestato all'emittente e vincolato alla raccolta, si trova impossibilitato a perfezionare l'investimento). Come se non bastasse, tale procedura, nei fatti, preclude gli investimenti da parte di stranieri vanificando uno dei più importanti principi ispiratori della policy governativa sulla creazione e sviluppo di aziende ad elevato contenuto tecnologico ed alte potenzialità di crescita e creazione di occupazione.

Proponiamo, quindi, di elevare il limite dell'investimento minimo ad euro 15 mila, intendendo come soglia minima per l'applicazione dei presidi MiFID l'importo di euro 15.001 e di rimuovere il limite annuo, se non altro innalzarlo ad un multiplo adeguato (ad esempio euro 50mila). In



quest'ottica, la distinzione tra persone fisiche e giuridiche andrebbe eliminata o riproporzionata su tali nuovi valori.

Il valore proposto, ossia 15mila euro, è da ritenersi congruo se visto all'interno di un ambiente protetto da avvertenze e vigilato come sono i Portali on-line ma soprattutto se posto in relazione al fatto che già oggi si potrebbero esportare senza particolari forme o procedure fino a 10mila euro e quindi, in potenza, un cittadino italiano potrebbe investire su piattaforme di crowdfunding estere ove tali limitazioni, tendenzialmente, non sussistono.

Inoltre, altri Paesi Comunitari (i.e. Spagna e Germania) che hanno disciplinato il settore successivamente all'Italia con effetti promettenti per lo sviluppo dello strumento hanno fissato soglie di esenzione sensibilmente più alte di quelle nazionali.

È importante evidenziare infine come, agire nel modo descritto, rappresenta l'unico modo per consentire il finanziamento di progetti industriali credibili perché la cultura finanziaria del nostro Paese, ad oggi, non è capace di esprimere un numero di investitori sufficientemente alto da raggiungere importi elevati con investimenti minimi (per ogni 100mila euro occorrerebbero almeno 200 investitori!). Per di più, la quota di equity corrispondente ad un investimento così modico è tale da scoraggiare le velleità di guadagno di qualunque investitore.

3) INVESTIMENTI SOPRA-SOGLIA

Il trattamento degli investimenti c.d. "sopra soglia" incontra, al momento, una forte limitazione costituita dalla mancata adesione su base volontaria delle banche allo schema operativo proposto da A.B.I. a CONSOB con interpello del 17.1.2014 e che, atteso il parere positivo dell'Organo di Vigilanza, è stato successivamente chiarito nella Circolare Serie Tecnica n.33 del 14.9.2014.

Detto schema, in estrema sintesi, prevede che una volta generato un ordine su un portale on-line l'investitore possa presentarlo alla Banca (o S.I.M.) presso la quale detiene un rapporto di conto corrente con annesso contratto di servizi di investimento e che sia questa ad assolvere agli obblighi previsti dalla MiFID dandone comunicazione e manleva, unitamente alla disposizione di pagamento, alla Banca ove è acceso il conto corrente indisponibile e vincolato alla raccolta intestato all'Emittente.

Questa procedura, se implementata, consentirebbe di superare una delle criticità di maggiore rilievo nella diffusione dello strumento dell'equity-crowdfunding. Proponiamo, quindi, di rendere obbligatoria la trasmissione della profilatura cliente da parte degli intermediari che già detengono il rapporto con il cliente agli intermediari che ricevono gli ordini dai portali al fine di assicurare il rispetto della disciplina dettata dal TUF e dalla relativa disciplina di attuazione in materia di servizi e attività di investimento. Da un punto di vista operativo si riscontrano rilevanti frizioni riconducibili essenzialmente alla mancata cooperazione tra i citati intermediari. In tal modo, per i clienti il cui profilo è appropriato all'operazione e ai rischi connessi, sarà possibile essere esenti dall'ulteriore onere derivante dalla duplicazione della profilatura ad opera della banca incaricata dal gestore del portale.

4) PRESIDIO DEL 5% DELL'OFFERTA

Il TUF, all'art. 100 *ter*, secondo comma, dispone:



2. La CONSOB determina la disciplina applicabile alle offerte di cui al comma precedente, al fine di assicurare la sottoscrizione o particolari categorie di investitori dalla stessa individuate di una quota degli strumenti finanziari offerti, quando l'offerta non sia riservata esclusivamente a clienti professionali, e di tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali nel caso in cui i soci di controllo della start-up innovativa cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta.

Il Reg 18592, all'art. 24, secondo comma, dispone:

2. 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 previsto all'articolo 25, comma 5, del decreto.

Lo scopo della norma è di garantire all'investitore *retail* una valutazione positiva anche da parte di un investitore più qualificato per l'analisi di rischi e opportunità (c.d. "*investitore professionale*").

In realtà, mentre la finalità in astratto è apprezzabile, la soluzione pratica adottata rischia di essere controproducente.

Infatti, gli investitori professionali operano in una logica di portafoglio, equilibrando alcuni investimenti con altri, diversi per genere, categoria, rischiosità, liquidità redditività e numerosi altri parametri.

Conseguentemente, l'investitore *retail* non ha alcun vantaggio a seguire una decisione di investimento da parte di un investitore professionale che ha un portafoglio ed una logica sconosciuti all'investitore *retail*. Anzi, potrebbe essere tratto in inganno ed effettuare un investimento significativo per emulazione, senza sapere che l'investitore professionale ha strategie di bilanciamento che minimizzano quel rischio imprenditoriale.

Inoltre, in alcuni casi, la dipendenza del perfezionamento di un investimento dalla decisione di un investitore professionale, attribuisce a quest'ultimo un vantaggio eccessivo che potrebbe influire negativamente sui rapporti tra azionisti o essere facilmente abusato, vista anche la competenza che caratterizza l'investitore professionale.

La norma regolamentare quindi rischia di essere controproducente per l'investitore *retail*.

Che dire, poi, delle altre categorie indicate nel Regolamento: fondazioni bancarie ed incubatori di start-up innovative certificati.

Le politiche di investimento delle fondazioni bancarie sono tipicamente ispirate al perseguimento di obiettivi di salvaguardia del patrimonio perciò, almeno in potenza, in aperto contrasto con forme di impiego ad alto rischio ed illiquide, comunque in deroga a criteri prudenziali. Per questi motivi, ad oggi, le fondazioni bancarie che hanno aderito ad offerte lanciate sui portali di equity-crowdfunding hanno rappresentato rare eccezioni.

Gli incubatori e, più in generale, i Parchi Scientifici e Tecnologici, nel nostro Paese sono tendenzialmente strutture di derivazione pubblica che non prevedono fondi a sostegno delle start-up insediate al loro interno. È ragionevole aspettarsi che, con il passare del tempo, vengano previsti appositi strumenti (i.e. fondi rotativi) che supportino il lancio di offerte pubbliche sui



portali ma, allo stato attuale, i modelli gestionali e la struttura finanziaria di queste strutture sono impreparate a raccogliere anche la sfida di investire nelle start-up, quantomeno nelle dimensioni con le quali gli è stata posta.

In questi casi, nondimeno, è difficile trovare allineamento tra le motivazioni che spingono l'investitore *retail* ad impiegare denaro in una start-up innovativa e le ragioni che determinano un pari investimento da parte di fondazioni bancarie o incubatori certificati.

Per altro, l'investimento da parte di una delle categorie di investitori passate in rassegna non è soggetto all'obbligo di un *holding period* perciò esposto al rischio di patti collaterali (i.e. riacquisto) siglati strumentalmente che vanificherebbero lo spirito della regola del 5%.

Finché non venga modificata, o auspicabilmente abrogata, la norma primaria che attribuisce alla CONSOB il compito di disciplinare la fattispecie, proponiamo a CONSOB di allargare la sfera delle "particolari categorie di investitori" che possono rientrare nell'aliquota facendo in modo di includere il più possibile chi è più esperto, come ad esempio i *Business Angels*, oppure prendere spunto da altri Paesi Comunitari (i.e. la Spagna), che hanno considerato investitore accreditato chi guadagna almeno 50.000 euro all'anno o ha un patrimonio investito di almeno 100.000 euro².

Allo scopo di superare le limitazioni precedentemente emarginate potrebbe essere introdotta una ulteriore fattispecie, alternativa alla regola del 5%, mutuata da ambiti collaterali in cui ha già dato buona prova di funzionamento. A nostro avviso, infatti, la finalità di tutelare l'investitore retail può essere perseguita - forse con efficacia maggiore - attraverso l'attestazione di un Revisore Legale che garantisca la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del progetto presentato a supporto dell'operazione di *equity-crowdfunding*, con modalità e forma del tutto simile a quella stabilita per l'attestazione prevista dall'art. 161 della Legge Fallimentare vigente a supporto delle richieste di concordato preventivo.

Proponiamo, quindi, la possibilità dell'intervento del professionista attestatore in alternativa a quella dell'investitore professionale.

Il professionista verrebbe nominato dalla società proponente e dovrebbe avere gli stessi profili di professionalità ed indipendenza del professionista attestatore e segnatamente:

- essere iscritto nel Registro dei Revisori Legali;
- possedere, i requisiti di cui all'art. 28, lett. a) e b), l. fall. (essere avvocato e/o dottore commercialista o ragioniere commercialista);
- non essere legato all'impresa ed ai suoi amministratori da rapporti di natura personale (in particolare non essere coniuge, parente o affine entro il quarto grado degli amministratori della società) o professionale o patrimoniale tali da comprometterne l'indipendenza di giudizio;
- essere in possesso dei requisiti previsti dall'art. 2399 c.c. per i sindaci delle società;
- non dovrebbe, neanche per il tramite di soggetti con i quali è unito in associazione professionale, avere prestato attività di lavoro subordinato o autonomo in favore dell'impresa ovvero partecipato agli organi di amministrazione o di controllo (non viene posto il limite temporale essendo il proponente una start up innovativa).

² L'allargamento delle categorie di investitori potrebbe avvenire nella direzione indicata al successivo punto 5).



L'attestazione dovrebbe essere emessa dal professionista con identici profili di responsabilità previsti per l'attestazione già citata di cui all'Art. 161 L.F..

Oltre alle ragioni prima addotte per consentire ad altri di poter essere individuati fra coloro che possono essere identificati come investitori professionali, la scelta di preferire l'attestazione come efficace sistema di "garanzia" per l'operatore retail potrebbe essere fatta dal proponente per ragioni differenti:

1. l'attestatore dovrebbe rendere trasparenti le analisi fatte e i criteri adottati per ritenere affidabile il piano dando ancora maggiore trasparenza all'iniziativa³, cosa che al contrario non farà l'investitore professionale che non è tenuto a rendere in alcun modo note le ragioni della propria scelta;
2. potrebbe l'iniziativa proposta non essere appetibile – per dimensione, obiettivi o settore – per gli operatori qualificati per cui ci si potrebbe trovare di fronte al paradosso che la Start up è in grado di ottenere dal pubblico i capitali richiesti ma non di trovare un investitore disponibile con le caratteristiche previste dalla norma;
3. l'investitore qualificato non è tenuto ad essere "indipendente" e potrebbe effettuare l'operazione, d'accordo con il gruppo di riferimento dell'iniziativa, con obiettivi diversi e collaterali rispetto a quelli indicati e dichiarati nel progetto, allo scopo di raccogliere capitali dal pubblico ma soddisfare altrove i propri interessi: l'attestazione con la relativa assunzione di responsabilità costituisce da questo punto di vista, un "plus" per l'iniziativa .

La presenza dell'eventuale "attestazione" dovrebbe essere adeguatamente segnalata nel documento informativo di cui all'Allegato 3 del Regolamento.

Guardando oltre il breve periodo, questo mutato approccio, potrebbe originare un vasto numero di professionisti specializzati sulla materia⁴ e quindi assicurare alla nascita ed allo sviluppo delle start-up un terreno ancora più fertile dove muovere i primi passi. È noto, d'altra parte, come in questi contesti spesse volte il team è tanto forte in competenze tecnico-scientifiche quanto è acerbo sotto il profilo manageriale.

5) CATEGORIA DI INVESTITORI PROFESSIONALI

Il Reg 18592, all'art. 2 definisce:

j) «investitori professionali»: i clienti professionali privati di diritto, individuati nell'Allegato 3, punto I, del Regolamento CONSOB in materia di intermediari, adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche, nonché i clienti professionali pubblici di diritto previsti dall'articolo 2 del decreto ministeriale 11 novembre 2011, n. 236 emanato dal Ministero dell'economia e delle finanze.

Il TUF, all'art. 50 *quinquies*, quinto comma, dispone:

³ Se vogliamo, si tratta di una variante di quanto è stato già previsto dal Legislatore allorché ha richiesto per le PMI-Innovative la certificazione dell'ultimo bilancio.

⁴ La consulenza alle start-up in materia di business planning potrebbe essere oggetto di specifici percorsi formativi da svolgere congiuntamente con CONSOB nonché trovare supporto in speciali *tools* (spreadsheet, check-list, working papers, etc.) sviluppati dalle Commissioni consultive nazionali nelle materie di diretta pertinenza.



5. La CONSOB determina, con regolamento, i principi e i criteri relativi: d) alle regole di condotta che i gestori di portali devono rispettare nel rapporto con gli investitori, prevedendo un regime semplificato per i clienti professionali.

Il TUF, all'art 100 *ter*, secondo comma, dispone:

2. La CONSOB determina la disciplina applicabile alle offerte di cui al comma precedente, al fine di assicurare la sottoscrizione da parte di investitori professionali o particolari categorie di investitori dalla stessa individuate di una quota degli strumenti finanziari offerti, quando l'offerta non sia riservata esclusivamente a clienti professionali, e di tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali nel caso in cui i soci di controllo della start-up innovativa cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta.

Il novero degli investitori professionali (definito dal Primo Capitolo dell'All. 3 al Reg. CONSOB 16190) è piuttosto ridotto. In particolare non comprende gli individui con un profilo adeguato, né i *Business Angels*, che sono peraltro in genere i più qualificati ed interessati a valutare investimenti in progetti innovativi. Inoltre, dovrebbe essere riconosciuta anche la professionalità delle holding di partecipazione che, proprio per la loro natura di holding, magari su aziende innovative, difficilmente rientrano nei parametri dimensionali delle "grandi imprese".

In Italia, altresì, un'elevata percentuale di privati, che ha un profilo adeguato a manifestare una domanda di investimento, non immette fondi nell'economia reale. Si tratta di veri e propri *angels inattivi*, che grazie all'equity-crowdfunding, potrebbero accedere facilmente ad investimenti, sbloccando così una massa considerevole di fondi improduttivi⁵.

Dal momento che il focus dell'equity-crowdfunding è sull'innovazione, sembra opportuno estendere a tali soggetti la legittimazione:

- ad effettuare investimenti senza le formalità richieste dalla procedura MIFID;
- ad integrare la quota del 5% attualmente richiesta ai fini del perfezionamento dell'ordine.

Peraltro, la definizione di "investitori professionali" è stata da CONSOB limitata al Primo Capitolo dell'Allegato 3 (Clienti Professionali di diritto). Proponiamo, quindi, di estendere ai soggetti indicati nel Secondo Capitolo (Clienti Professionali su richiesta) la legittimazione a concorrere alla formazione dell'aliquota del 5% in quanto ciò potrebbe di per sé consentire l'allargamento ad investitori coincidenti con un profilo di *business angel*, coincidente con diversi investitori attualmente attivi sul mercato italiano dell'equity-crowdfunding. Tale soluzione consentirebbe di fare riferimento ad un criterio normativo esistente, ed attribuirebbe la validazione del soggetto alla piattaforma o, eventualmente, al partner bancario in sede di esecuzione dell'investimento.

Proponiamo, inoltre, in aggiunta all'allargamento della categoria degli investitori professionali a quelli indicati al secondo capitolo dell'All. 3 al Reg. CONSOB 16190, di inserire la qualificazione dell'investitore come *business anqel* da definirsi sulla base dei seguenti parametri alternativi, da autocertificare:

- a) iscrizione ad un'associazione di categoria dei *business angel*;

⁵ Sono evidenze facilmente ritrovabili da una lettura delle statistiche sull'entità e sulla composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane rapportata alle analisi annuali sulle dimensioni e caratteristiche degli investimenti *early-stage*.



- b) esperienza dimostrata da almeno tre investimenti in aziende innovative;
- c) possesso diretto o indiretto di un portafoglio di partecipazioni superiore a 100.000 euro di valore stimato.

La procedura per il riconoscimento dello status di investitore professionale potrebbe rimanere quella già indicata dal Capitolo 3 dell'All. 3 al Reg. CONSOB 16190, affidata ai gestori autorizzati dei portali, o, in subordine, al partner bancario/finanziario.

L'effetto della estensione della categoria degli investitori professionali sarebbe di:

- facilitare e velocizzare le operazioni di investimento, eseguibili interamente on-line, mediante ordine e pagamento, senza necessità di intervento da parte di banche o imprese di investimento;
- coprire la quota del 5% dell'investimento attualmente destinata agli investitori professionali a pena di inefficacia del collocamento.

Non può sfuggire, infine, come sia alquanto singolare, dati i requisiti che deve possedere un Gestore di portali e la vigilanza alla quale è sottoposto, che tali soggetti non trovino spazio all'interno della categoria di investitori che, aderendo almeno al 5% di un'offerta, ne conferisce credibilità al resto del mercato. Proponiamo, quindi, di inserire i Gestori di Portali tra gli investitori che possono concorrere a coprire la quota del 5% dell'investimento prevedendo, semmai, un obbligo di *disclosure* su tale evenienza all'interno del documento informativo di cui all'Allegato 3 della Delibera 18592/13.

6) ABOLIZIONE DELLA FORMA SCRITTA PER IL CONTRATTO DI INVESTIMENTO

Mentre il questionario MIFID non richiede forme particolari e può esser compilato anche via web, come è noto, l'art. 23 TUF (attuato dall'art. 37 del Regolamento Intermediari n. 16190) prevede l'obbligo di forma scritta per il contratto di investimento a pena di nullità. Pertanto, le banche e le imprese di investimento che operano insieme ai gestori di portali sono tenute a portare il cliente off-line, quantomeno per la sottoscrizione del contratto di investimento. Sebbene vi siano soluzioni valide sia per l'identificazione (ad es. tramite bonifico certificato) che per il questionario MIFID (compilabile on-line), la forma del contratto di investimento ostacola la finalità principale e la caratteristica ontologica dell'equity-crowdfunding.

La norma, però, prevede che la CONSOB, sentita la Banca d'Italia, possa derogare a tale obbligo o per motivate ragioni o in relazione alle operazioni effettuate da investitori professionali.

In proposito, lo stesso legislatore ha appena stabilito una deroga alla forma scritta del contratto di investimento: il nuovo art. 100 *ter*, comma 2 *quater*, TUF, introdotto dal D.L. n. 3/2015 (c.d. Investment Compact) ha stabilito che i contratti aventi ad oggetto la sottoscrizione o la cessione di strumenti finanziari emessi da start-up e PMI innovative effettuate nelle forme previste dal comma 2 *bis* non necessitano di contratti in forma scritta. Si tratta di contratti sulla base dei quali gli strumenti finanziari vengono intestati all'intermediario abilitato sulla base di un rapporto fiduciario, così che gli eventuali successivi trasferimenti possano essere effettuati nel rapporto con l'intermediario e non direttamente nei confronti della società, con non indifferenti risparmi sui costi di transazione.



Tale norma, tuttavia, non considera le sottoscrizioni o gli acquisti di quote effettuati dall'investitore in nome proprio, al di fuori di un rapporto fiduciario con il gestore autorizzato.

La norma non voleva evidentemente creare una disparità di trattamento ma regolamentare una fattispecie più complessa nella quale non vi è solo l'esecuzione di un ordine di investimento, ma anche la gestione fiduciaria di una quota di capitale sociale.

Proponiamo, quindi, che CONSOB, sentita la Banca d'Italia, provveda a colmare la lacuna che si è creata, ed utilizzando la deroga concessa dall'art. 23 TUF, sancisca la validità del contratto di investimento non stipulato in forma scritta in tutti i casi in cui l'investimento abbia ad oggetto strumenti finanziari sottoscritti *on-line* nelle forme dell'*equity-crowdfunding*.