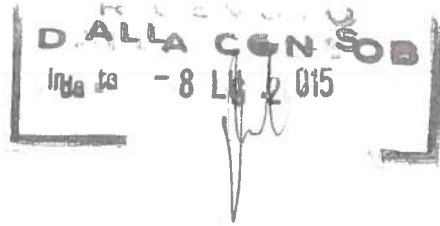


Roma, 8 luglio 2015



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

Oggetto: Consultazione Pubblica Preliminare in materia di Equity Crowdfunding - 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.

Spettabile **CONSOB**,

facciamo riferimento alla “*Consultazione Pubblica*” del 19 giugno 2015 con la quale è stato proposto di rispondere ad alcuni quesiti - da Voi formulati - al fine di verificare l'esigenza di modificare il Regolamento CONSOB (delibera del 26 giugno 2013 n. 18592) successivamente all'emanazione della L. 24 marzo 2015 n. 33 che ha convertito il D.L. 24 gennaio 2015 n. 3 in materia di gestione dei portali on line per la raccolta di fondi.

Nella nostra qualità di Studio Legale coinvolto sul tema, ci permettiamo di riportare qui di seguito nostre osservazioni, condivise informalmente con alcuni soggetti potenzialmente interessati ad entrare nel mercato del Crowdfunding, auspicando che tali riflessioni possano essere di supporto al vostro processo di consultazione.

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

Sì, considerato che, dall'analisi dei dati a disposizione della Consob, non risultano adottati provvedimenti cautelari o sanzionatori nei confronti dei gestori, i casi di revoca delle adesioni sono limitatissimi e non risultano reclami pervenuti ai gestori in merito all'irregolare esercizio della loro attività.

In aggiunta al Regolamento, riteniamo che possa contribuire alla creazione di un ambiente affidabile (in quanto ulteriore supporto informativo e formativo per questa *industry* nascente), l'adozione di un Codice di Condotta, sull'esempio di realtà estere più sviluppate (es. Germania) e sull'esempio di codici di condotta già adottati in altri rami del mercato italiano.

Il Codice di Condotta potrebbe rappresentare:

- una guida per condivisione comune di informazioni standardizzate per gli investitori, sulla base dell'esperienza degli operatori;
- uno strumento di “autoregolamentazione dinamica”, agevolmente aggiornata alle evoluzioni del mercato;
- una guida integrativa delle norme del Regolamento.

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

Si tuttavia si ritiene che, al fine di tutelare gli investitori sia necessario che il Registro dei portali riporti anche l'indicazione di tutte le persone fisiche e giuridiche presenti nella Compagine sociale anche nel caso in cui queste non rivestano funzioni aziendali. E' opportuno inoltre che la Società di gestione del portale dichiari, identificandolo, l'eventuale esistenza di un titolare effettivo (cd “beneficial owner”).

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

I requisiti di onorabilità e professionalità dei soci sono da considerare strumenti appropriati; appaiono invece eccessivi i criteri previsti per la scelta dei soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo perché la gestione del portale non sembra richiedere, visto anche il complesso delle norme poste a tutela degli investitori, capacità superiori a quelle richieste per gli amministratori di società ordinarie. Inoltre il requisito dell'onestà - che è da considerare il più rilevante in un'ottica anti-frode - non appare riconducibile ai valori dell'esperienza.

4. I “Requisiti organizzativi” costituiscono strumenti proporzionati?

Si, i requisiti sono proporzionati soprattutto in un'ottica di ampliamento delle offerte possibili finanziarie e di beni e servizi attraverso lo strumento del crowdfunding; a nostro avviso, però, andrebbe esclusa la possibilità (prevista nell'allegato 2, A. Attività d'Impresa) di eseguire l'attività di consulenza da parte del garante del portale in favore delle start up innovative in materia di analisi strategiche e valutazioni finanziarie, di strategia industriale e di questioni connesse. Quanto sopra per evitare possibili conflitti d'interesse determinati dall'utilità che potrebbe derivare al gestore del portale a seguito della felice conclusione dell'offerta.



5. 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?

Nel caso in cui si autorizzasse la collocazione di strumenti finanziari attraverso il portale andrà applicata la normativa già esistente, graduandola in relazione all'entità ed alla tipologia dell'investimento.

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

La prevenzione delle frodi è ricollegabile alla chiarezza, trasparenza e completezza delle informazioni; è, dunque, a nostro avviso importante intervenire nel momento della selezione dell'offerta che, soprattutto nell'ipotesi di maggiore liberalizzazione del mercato del crowdfunding ed in relazione alla tipologia ed all'entità del capitale richiesto, dovrebbe essere supportata da relazioni tecniche che esplicitino con le modalità sopra dette le caratteristiche ed il contenuto delle offerte. Questo aspetto è di particolare rilievo perché la semplice omissione di informazioni può alterare la valutazione dell'investimento a cura del soggetto privato.

Il soggetto che seleziona le offerte dovrebbe, dunque, poter utilizzare uno standard di verifiche ed accertamenti da eseguire, da rendere pubbliche sul portale.

E' altresì rilevante che la disciplina anti frodi venga estesa anche ai comportamenti che riguardano la modalità di utilizzo e la gestione dei fondi raccolti attraverso le offerte pubblicate sul portale.

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

I limiti previsti per gli investimenti sono risibili e contrastano con il normale procedere dell'attività economica. Una persona fisica con un "normale profilo d'investitore" riconosciuto dalla sua Banca di riferimento può ordinare on line l'acquisto di azioni per importo per es. di € 100.000,00 e non può sottoscrivere una quota capitale nell'ambito del crowdfunding superiore ad € 500,00!

Inoltre L'identificazione del soggetto investitore può avvenire attraverso la Banca da cui provengono i capitali investiti, senza altre complicazioni.

8. Gli obblighi informativi relativi alle "Comunicazioni alla Consob" determinano oneri amministrativi proporzionati?

Sì sono proporzionati soprattutto in relazione ad una crescita dello strumento del crowdfunding.

9. 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 professionali nelle condizioni di operare scelte consapevoli?

Si, nel quadro dei limiti d'investimento previsto. Riteniamo tuttavia che qualsiasi documento di consultazione che viene fornito dal gestore del portale faccia sempre riferimento al (i) tipo di investimento, (ii) al rischio di insuccesso e soprattutto (iii) al fatto che l'investitore dovrebbe sempre far consultare la documentazione ricevuta da un soggetto terzo e qualificato.

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

Si ma riteniamo che, avendo ogni investimento le proprie peculiarità, sia necessario una standardizzazione delle informazioni che devono essere fornite all'investitore.

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

Si.

12. 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?

Si. A nostro avviso la disciplina introdotta dall'art. 15 del Regolamento costituisce uno strumento necessario ad informare l'investitore del tipo di investimento che sta per effettuare. La concreta attuazione di questo "percorso consapevole" non dovrebbe rappresentare solo una formalità amministrativa ma in caso di sua violazione si dovrebbe prevedere una sanzione che potrebbe anche determinare la chiusura del portale.

13. Avete riscontrato difficoltà nell'acquisire informazioni sulle start-up innovative in seguito alla chiusura delle offerte?

No.



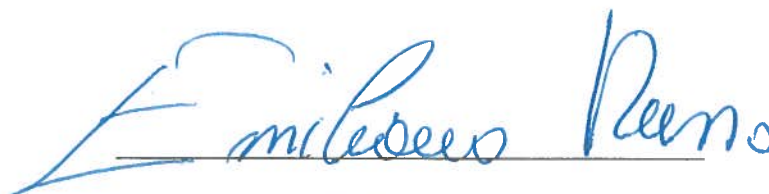
14. Vi sono ulteriori sintetiche osservazioni, supportate da evidenze concrete, in merito alle tematiche connesse all'applicazione della regolamentazione in esame, in particolare con

riferimento al raggiungimento degli obiettivi normativi e alla proporzionalità dei relativi oneri?

La previsione dell'art. 24 del Regolamento che condiziona il perfezionamento dell'offerta sul portale alla sottoscrizione da parte di investitori professionali di una quota pari al 5% degli strumenti finanziari offerti, non trova giustificazione in presenza delle numerose norme anti frode e delle norme (sempre migliorabili) che regolano in dettaglio le modalità operative, la trasparenza e la correttezza dell'operatore gestore e del proponente delle iniziative. E' singolare che in un sistema che consente di giocare d'azzardo on line praticamente senza limiti d'importo si sottoponga ad un sostanziale pre-esame delle Banche la partecipazione ad un rischio molto meglio misurabile e valutabile.

La condizione della presenza obbligatoria dell'investitore professionale è criticabile, inoltre, perché attribuisce alla Banca nella sostanza un potere interdittivo ed un potere esclusivo di corretta valutazione del rischio, cosa che contrasta con la libertà d'intrapresa che deve essere di ciascun cittadino. Ben vengano, dunque, norme che impongano modalità di comunicazione e informazione le più complete possibili ma sembra opportuno astenersi dall'attribuire al sistema bancario il potere di decidere cosa è bene e cosa è male in termini di rischio.

Distinti saluti.



Avv. Emiliano Russo