

Luglio 2013

## **Il tentativo di mitigare gli obblighi dei “gestori dei portali” nel nuovo regolamento sull’Equity Crowdfunding**

*Romeo Battigaglia e Maria Giusy Naccarato, Simmons & Simmons*

All’esito di un processo di consultazione che ha raccolto i contributi di studi legali, associazioni di categoria e operatori di settore, la CONSOB ha adottato - con delibera no. 18592 del 12 luglio 2012 - il “Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali online”, ai sensi dell’articolo 50-*quinquies* e dell’articolo 100-*ter* del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, no. 58 e successive modificazioni (“**Regolamento**”).

Da una prima valutazione del nuovo testo, non molto sembra essere cambiato, almeno nella sostanza, per i “gestori dei portali”. Il Regolamento, infatti, non potendo modificare l’impostazione delineata dalla normativa primaria - che prevede l’imprescindibile coinvolgimento di una banca o impresa di investimento nel processo di esecuzione degli ordini dei clienti raccolti tramite portali - ha confermato l’impianto di disposizioni “onerose” applicabili ai gestori medesimi.

Secondo alcuni operatori, le modifiche introdotte nel testo definitivo del Regolamento che, nelle intenzioni della CONSOB, avrebbero dovuto ridimensionare ampiamente l’approccio “paternalistico” dell’Autorità, non agevolerebbero l’accesso all’attività di *equity crowdfunding* da parte di soggetti non istituzionali.

In particolare, si segnala quanto segue.

### **Funzione di “mera vetrina” dei progetti**

Come precisato negli esiti della consultazione sul Regolamento, sarebbe ricompresa nell’attività di facilitazione della raccolta di capitale di rischio la funzione di “mera vetrina” dei progetti da finanziare. Con tale precisazione, l’Autorità sembrerebbe ricondurre nel novero delle attività soggette a licenza, ai sensi della nuova normativa, anche funzioni fino ad oggi svolte da operatori non in possesso di particolari requisiti. Sul punto, ci si aspettava un approccio più flessibile dell’Autorità, per consentire ad operatori esperti nel settore informatico e, più in generale, nel marketing, di utilizzare le proprie potenzialità per pubblicizzare progetti d’interesse. Alla luce dell’interpretazione fornita dalla CONSOB sulle proposte di modifica, residua il dubbio, pertanto, che il gestore di un portale che si limiti a pubblicare sul proprio sito web i progetti da

finanziare, rinviando il potenziale investitore, per maggiori informazioni e per la stessa sottoscrizione degli ordini, direttamente alla start-up, sia comunque assoggettato alla disciplina sull'*equity crowdfunding*.

### **Procedimento di iscrizione**

Rispetto al testo posto in consultazione, il Regolamento semplifica il procedimento di iscrizione dei gestori dei portali nell'apposito registro, riducendo il set documentale da allegarsi alla domanda. In particolare, è stata eliminata l'allegazione del programma concernente l'attività iniziale, le procedure da adottare e la tipologia di servizi accessori da esercitare.

Nessuna riduzione, invece, dei termini di istruttoria per l'esame della domanda di iscrizione che, come sottolineato dalla CONSOB, appaiono comunque congrui e coerenti con le attività di verifica necessarie alla valutazione della domanda.

### **Requisiti di professionalità**

A seguito delle richieste di mitigare i requisiti di professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso una società richiedente, la CONSOB ha ritenuto opportuno estendere la possibilità di accedere alle funzioni di amministrazione, direzione e controllo anche a soggetti che abbiano maturato esperienza di almeno un biennio nell'esercizio di funzioni amministrative o dirigenziali presso enti privati, oltre che, come già previsto nel testo posto in consultazione, enti pubblici e pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo, e (ii) ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione ma che non rivestano ruoli esecutivi che abbiano maturato una comprovata esperienza lavorativa di almeno un biennio nei settori industriale, informatico o tecnico-scientifico, a elevato contenuto innovativo, o di insegnamento o ricerca nei medesimi settori (si veda il nuovo articolo 9, comma 3 del Regolamento).

Le capacità tecniche o imprenditoriali invocate nel corso della consultazione sono state, dunque, prese in considerazione dall'Autorità ma esclusivamente con riferimento a soggetti che "non rivestano ruoli esecutivi". L'ampliamento risulta, inoltre, limitato dalla ulteriore condizione, imposta nel seguito del comma 3 dell'articolo 9 del Regolamento, che "la maggioranza dei componenti" dell'organo che svolge funzioni di amministrazione debba invece possedere i requisiti più stringenti previsti dal comma 2 dell'articolo 9 del Regolamento.

### **Condizioni relative alle offerte sul portale**

Nell'intento di semplificare le regole in materia di offerta tramite portali on-line, la disposizione che prevedeva, quale "condizione di ammissibilità" dell'offerta, la sottoscrizione del 5% capitale di rischio da parte di investitori professionali di diritto, è stata modificata, diventando "condizione di perfezionamento" della stessa (si veda l'articolo 24 comma 2 del Regolamento). Con tale modifica, la CONSOB ha inteso

contemperare l'esigenza di tutela degli investitori deboli e quella di favorire l'accesso degli emittenti (start-up) al mercato di capitali di rischio con quella di mantenere soddisfatta la finalità di cui all'articolo 100-ter del TUF di "assicurare la sottoscrizione da parte di investitori professionali o particolari categorie di investitori [...] di una quota degli strumenti finanziari offerti, quando l'offerta non sia riservata esclusivamente a clienti professionali [...]".

Tralasciando di commentare in merito alla ragionevolezza dell'importo percentuale della quota da riservare agli investitori professionali, si evidenzia come l'aver imposto la sottoscrizione di tale quota quale condizione di perfezionamento dell'offerta, piuttosto che di ammissibilità della stessa, non consente di garantire "l'affidabilità dell'offerta" a beneficio dei potenziali investitori. Nell'intento originario dell'Autorità, tale sottoscrizione aveva l'obiettivo di garantire i potenziali investitori, i quali, avrebbero beneficiato dell'attività di *due diligence* svolta da investitori professionali ai fini della sottoscrizione della quota di offerta agli stessi riservata.

Non si comprende, invece, alla luce della scelta operata nel testo del nuovo articolo 24, comma 2, del Regolamento, come il co-investimento (successivo) degli investitori professionali possa assicurare l'affidabilità dell'offerta della start-up.

### **Gestione degli ordini di adesione degli investitori**

Nel declinare gli obblighi relativi alla gestione degli ordini degli investitori tramite portali, il nuovo articolo 17 del Regolamento introduce alcune "soglie di significatività" delle operazioni condotte tramite portali online, che determinano un regime differenziato a seconda che l'ammontare dell'investimento sia pari o inferiore a (i) Euro 500 per ciascuna offerta/1.000 Euro su base complessiva annuale, per gli investitori persona fisica e (ii) Euro 5.000 per ciascuna offerta/Euro 10.000 su base complessiva annuale, per gli investitori persona giuridica.

In particolare, si è previsto che qualora l'ammontare dell'investimento sia inferiore alle predette soglie, non trovino applicazione, nei rapporti tra gli intermediari coinvolti nelle offerte di strumenti finanziari di start-up innovative, le disposizioni della Parte II del TUF e della relativa disciplina di attuazione e, dunque, tra l'altro, le norme di condotta che governano la prestazione di servizi di investimento.

È evidente come tale semplificazione operi nella prospettiva di ridurre gli oneri, nei termini sopra descritti, in capo agli intermediari nonché agli investitori, i quali, non sarebbero dunque tenuti a stipulare alcun accordo per la prestazione di servizi di investimento.

Nessun beneficio, dunque, per i gestori di portali, se non per la circostanza che in tale ipotesi di esenzione il gestore del portale resterebbe l'unico interlocutore dell'intermediario stesso, mentre gli intermediari curerebbero la sola fase esecutiva degli ordini.

\* \* \* \* \*

Alla luce di quanto detto, il quadro normativo delineato dal Regolamento conferma il modello di “quasi intermediazione” annunciato nel nostro precedente contributo - modello questo che avvantaggia le banche e le imprese di investimento.

Bisognerà attendere le reazioni del mercato per capire se l’attuale assetto dello stesso, che vede prevalere il *crowdfunding donation/reward based*, resterà impregiudicato o se, invece, nonostante gli oneri imposti ai medesimi, i gestori di portali decideranno di intraprendere l’attività di equity crowdfunding, magari pensando a strutture operative alternative che consentano agli stessi di offrire i propri servizi a intermediari regolamentati, che poi resterebbero gli unici interlocutori degli investitori “bisognosi di protezione”.