

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

INVIATA TRAMITE SIPE

23 gennaio 2018

Oggetto: **Osservazioni al documento di consultazione del 24 novembre 2017 relativo alle proposte di modifica alle disposizioni del Regolamento Emittenti in tema di emittenti azioni quotate “PMI” e disciplina applicabile agli emittenti strumenti finanziari diffusi presso il pubblico in misura rilevante**

Spettabile Commissione,

ringraziamo per la possibilità di presentare osservazioni alle proposte di modifica del Regolamento Emittenti in oggetto. Vi sottoponiamo, in particolare, alcune osservazioni in tema di emittenti strumenti finanziari diffusi presso il pubblico in misura rilevante (emittenti diffusi).

Satispay S.p.A. (“Satispay”) è una società italiana fondata nel 2013, che ha sviluppato – tra l’altro – una piattaforma di pagamento per consentire trasferimenti di denaro tramite un’applicazione disponibile su *smartphone* tra privati, nonché tra privati e imprese, senza ricorrere ai tradizionali strumenti di pagamento (quali la carta di credito o bancomat). La società è in forte crescita sul mercato italiano e punta a espandere la propria attività anche a livello internazionale. Seppur in espansione, siamo un’impresa di dimensioni medio-piccole, che svolge un’attività dal contenuto altamente innovativo e tecnologico. Negli ultimi anni si sono susseguiti diversi interventi legislativi volti a promuovere la creazione e lo sviluppo in Italia di società con queste caratteristiche. Tra le novità di maggiore rilievo, la disciplina sull’*equity crowdfunding* mediante portali *on-line* ha le potenzialità per rappresentare uno strumento prezioso per facilitare la raccolta di capitali di rischio e, quindi, la crescita di imprese di questo tipo.

La possibilità che un’operazione di *equity crowdfunding* risulti nell’applicazione della disciplina sugli emittenti diffusi, con i significativi oneri che ne discendono, tuttavia, costituisce un forte ostacolo alla effettiva possibilità per società con caratteristiche analoghe a Satispay di avvalersi di questo strumento. Confidiamo, pertanto, che l’approvazione di nuove disposizioni relative all’individuazione degli emittenti diffusi possa essere l’occasione per rimuovere tale ostacolo.

## **1. *Equity crowdfunding* ed emittenti diffusi**

I criteri per l’individuazione degli emittenti diffusi di cui all’art. 2-*bis* del Regolamento Emittenti dovrebbero essere modificati per escludere dalla definizione di emittenti diffusi le società che soddisfino tali criteri per effetto di un’operazione di *equity crowdfunding* effettuata ai sensi dell’art. 100-*ter* del TUF (ad esempio, escludendo

espressamente tali operazioni dai primi due alinea dell'art. 2-bis, comma 2, del Regolamento Emittenti).

Riteniamo che diversi argomenti depongano a favore di tale soluzione. In particolare:

- a. Dopo l'ampliamento dell'ambito di applicazione della disciplina sull'*equity crowdfunding*, il rischio di interferenze con la disciplina sugli emittenti diffusi è diventato concreto. La richiesta di un raccordo tra la regolamentazione in tema di *equity crowdfunding* e la disciplina degli emittenti diffusi era già stata avanzata da alcuni partecipanti alla consultazione del 2013 in sede di prima adozione del Regolamento sull'*equity crowdfunding*. In tale occasione, codesta spettabile Commissione aveva ritenuto di non intervenire sul punto osservando che *"l'eventualità per le start-up innovative di essere assoggettate [alle disposizioni in tema di emittenti diffusi] sarebbe circoscritta a quelle aventi forma sociale di S.p.A. [...] Sono sottratte a tali considerazioni, quindi, le start-up innovative costituite in forma di S.r.l., che rappresentano la quasi totalità delle società iscritte nella sezione speciale del Registro delle Imprese"* (enfasi aggiunta). Codesta spettabile Commissione aveva inoltre indicato di ritenere *"necessaria una più ampia valutazione degli sviluppi del fenomeno dell'*equity crowdfunding*, che sarà effettuata solo successivamente all'attuazione del [regolamento in tema di *equity crowdfunding*]. All'esito delle prime applicazioni del [regolamento in tema di *equity crowdfunding*] e dell'evoluzione del citato fenomeno, si valuterà in ogni caso ogni possibile modifica 'evolutiva' della regolamentazione in oggetto"*<sup>1</sup>.

Le condivisibili considerazioni allora svolte sulla limitata sovrapposibilità tra i destinatari della disciplina sull'*equity crowdfunding* e quella sugli emittenti diffusi dovrebbero essere oggi riviste alla luce dell'avvenuta espansione dell'ambito di applicazione dell'*equity crowdfunding*. Essendo ormai l'*equity crowdfunding* disponibile a tutte le piccole e medie imprese, non è più remota la possibilità che una società per azioni diventi emittente diffuso per effetto di un'operazione di finanziamento effettuata con tale modalità. Riteniamo quindi che sia divenuta necessaria una modifica "evolutiva" della regolamentazione in oggetto volta a raccordare *equity crowdfunding* e disciplina sugli emittenti diffusi.

- b. La disciplina sugli emittenti diffusi rappresenta un forte disincentivo al ricorso all'*equity crowdfunding*. L'ampliamento dei soggetti che possono avvalersi dell'*equity crowdfunding* per effetto degli interventi legislativi degli ultimi anni è avvenuta con il chiaro intento di favorire il ricorso a questa forma di finanziamento. Questi sforzi, tuttavia, sarebbero vani se i benefici dello strumento (che sono necessariamente limitati, dato che le operazioni di *equity crowdfunding* sono per loro natura di dimensioni ridotte) fossero superati dagli adempimenti e dai costi di gestione e *compliance* che discendono dall'assunzione della qualifica di emittente diffuso. Gli obblighi gravanti sugli emittenti diffusi mal si conciliano con le dimensioni ridotte e la struttura organizzativa tipica delle società che si rivolgono all'*equity crowdfunding*. Né il superamento delle soglie dimensionali dettate dall'art. 2435-bis, primo comma,

---

<sup>1</sup> CONSOB, *Regolamento in materia di "raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line"*, *Esiti della consultazione*, 12 luglio 2013, p. 8.

c.c. è sufficiente a far presumere l'esistenza di una struttura capace di fare fronte a tali obblighi.

Peraltro, l'effetto di scoraggiare l'utilizzo dell'*equity crowdfunding* vale anche per quei soggetti che, in ragione delle proprie dimensioni o della struttura del proprio azionariato, non sarebbero immediatamente qualificabili come emittenti diffusi. In base all'attuale formulazione dell'art. 2-*bis* del Regolamento Emittenti, infatti, qualsiasi società per azioni che ricorra all'*equity crowdfunding*, anche qualora non soddisfi immediatamente i presupposti, si espone al rischio di farlo in futuro, anche per effetto di eventi fuori dal proprio controllo (quali il superamento delle soglie dimensionali o la frammentazione della propria compagine azionaria a causa di cessioni di azioni da parte dei propri soci).

- c. L'applicazione della disciplina sugli emittenti diffusi dipenderebbe da un elemento in parte arbitrario, quale la forma societaria adottata. Pare difficile giustificare perché la disciplina sugli emittenti diffusi si applichi qualora l'offerente in un'operazione di *equity crowdfunding* sia una società per azioni, ma non ove si tratti di una società a responsabilità limitata. Anzi, il fatto che il legislatore abbia permesso alle società a responsabilità limitata di ricorrere all'*equity crowdfunding* senza prevedere l'estensione alle stesse della disciplina in tema di emittenti diffusi (o di una disciplina analoga) pare indicativa della volontà di evitare sovrapposizioni tra le due discipline.
- d. L'applicazione della disciplina sugli emittenti diffusi costituirebbe un forte svantaggio competitivo per le imprese italiane. Il legislatore italiano è stato tra i primi a introdurre una disciplina sull'*equity crowdfunding*, nell'intento di promuovere l'utilizzo di questa modalità di finanziamento nel nostro Paese. Negli anni dall'introduzione della normativa in questione in Italia, tuttavia, l'*equity crowdfunding* è stato regolamentato e utilizzato proficuamente anche in altre giurisdizioni. In tempi recenti, diverse società inglesi che operano in un settore simile a quello di Satsipay hanno concluso operazioni di *equity crowdfunding* nel Regno Unito che hanno registrato l'adesione di decine di migliaia di investitori. È evidente che, qualora le nostre imprese fossero nei fatti private della possibilità di avvalersi di analoghi strumenti di finanziamento senza incorrere nei significativi oneri derivanti dall'applicazione della disciplina italiana in tema di emittenti diffusi, esse si troverebbero in una situazione di forte svantaggio competitivo nei confronti di molte aziende straniere.

## **2. Acquisto della qualifica di emittente diffuso per superamento dei requisiti dimensionali**

Con riferimento alle modifiche proposte all'art. 2-*bis*, primo comma, lett. b), del Regolamento Emittenti, sarebbe opportuno prevedere che il superamento di due dei tre limiti indicati dall'art. 2435-*bis*, primo comma, c.c. debba avvenire per almeno due esercizi consecutivi.

Condividiamo il Vostro intento di dirimere le incertezze relative all'applicabilità della disciplina sugli emittenti diffusi alle società che abbiano i requisiti dimensionali previsti dall'art. 2435-*bis* c.c. ma, per altre motivazioni, non abbiano la facoltà di redigere il bilancio in forma abbreviata. Le modifiche proposte, tuttavia, avrebbero altresì l'effetto

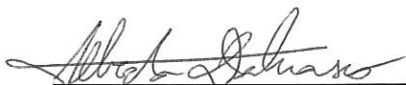
di anticipare di un esercizio l'assunzione della qualifica di emittente diffuso per le società che dovessero superare i limiti dimensionali in questione (anche se per ragioni contingenti e occasionali).

Nell'attuale formulazione della norma, infatti, il riferimento alla possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435-*bis*, primo comma, c.c. fa sì che il superamento dei limiti acquisti rilevanza solo qualora si verifichi per due esercizi consecutivi (così dimostrando che si tratta di una crescita consolidata e non occasionale). Riteniamo che tale disposizione sia utile per assicurare che l'assunzione della qualifica di emittente diffuso abbia una certa stabilità. Sugeriamo pertanto di introdurre un analogo principio anche nella nuova formulazione della norma.

\* \* \* \* \*

Nel ringraziare nuovamente per la possibilità di presentare osservazioni su un tema per noi così importante, rimaniamo a disposizione per approfondire i contenuti della presente nota o per qualsiasi chiarimento fosse necessario e porgiamo

Distinti saluti,



Alberto Dalmaso  
CEO



Clemente Sardi  
General Counsel