



## CNDCEC - OSSERVAZIONI AL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE CONSOB

### *“Revisione del regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line”*

Si riportano di seguito le considerazioni e le proposte di modifica del CONSIGLIO NAZIONALE DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI – *Area Finanza* sul documento di consultazione CONSOB per la *“Revisione del regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line”*.

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

\*\*\*

#### **1) Premessa**

Prima di qualsiasi altra considerazione, riteniamo doveroso specificare che gli iscritti all’Ordine dei dottori Commercialisti e degli Esperti contabili sono, al 1° gennaio 2017, 117.916 , distribuiti su tutto il territorio italiano<sup>1</sup>. Pertanto, è opportuno specificare come i Commercialisti possano efficacemente contribuire alla capillare diffusione dello strumento dell’*equity crowdfunding*, affiancandosi alle imprese e agli investitori, con competenza e professionalità, nel rispetto di norme deontologiche, fornendo loro informazioni chiare, puntuali ed indipendenti a garanzia del corretto utilizzo dello strumento<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Per ulteriore dettaglio, si consulti il “Rapporto 2017 sull’albo dei Dottori Commercialisti e degli esperti contabili” redatto ed edito dalla Fondazione Nazionale dei Commercialisti.

<sup>2</sup> Alcuni dei motivi per cui si ritiene che il ruolo dei commercialisti possa dirsi utile sono di seguito descritti:

1. il percorso di studio che include:
  - i. percorso di studi (laurea, master, ecc.) in materie economiche
  - ii. compimento di un tirocinio formativo della durata di 18 mesi
2. il superamento di una prova (l’esame di stato) per l’abilitazione all’esercizio della professione garantendo l’accertamento in capo all’iscritto della sussistenza di una conoscenza specifica delle materie economico-aziendali, finanziarie, nonché fiscale e giuridica;
3. la presenza di un Albo professionale riconosciuto dagli ordinamenti legislativi (Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili approvato con D.Lgs. 139/2005). Il predetto albo riconosce ai suoi iscritti competenza specifica in “economia aziendale e diritto d’impresa e, comunque, nelle materie economiche, finanziarie, tributarie, societarie ed amministrative” e, tra le specifiche competenze professionali degli iscritti alla sezione A dell’Albo, rientra espressamente “la predisposizione e diffusione di studi e ricerche di analisi finanziaria aventi ad oggetto titoli di emittenti quotate che contengono previsioni sull’andamento futuro e che esplicitamente o implicitamente forniscono un consiglio d’investimento” (art. 1, comma 3, lett. g);
4. l’assolvimento dell’obbligo di formazione professionale continua (FPC), rigidamente prevista per gli iscritti all’Albo dei Commercialisti, che contribuisce a integrare il regolamento ministeriale in relazione all’obbligo di



## 2) AMPLIAMENTO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI POTENZIALMENTE OGGETTO DI OFFERTA DA PARTE DEI GESTORI DI PORTALE

### Status quo

La disciplina sull'*equity crowdfunding*, con l'intento di agevolare la raccolta di capitali da parte delle PMI<sup>3</sup>, ha introdotto la possibilità, per quest'ultime, di utilizzare i portali *on-line* gestiti da soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, al fine di offrire capitale di rischio<sup>4</sup> ad investitori *retail*. A tali offerte, per un corrispettivo totale inferiore a € 5.000.000 su base annua - soglia prevista dalla Direttiva Prospetto - non si applicano le norme in materia di prospetto e, nel caso di gestori di portali autorizzati<sup>5</sup>, le specifiche regole del TUF in materia di prestazione di servizi di investimento, fermo restando le speciali disposizioni dettate dalla Consob.

Allo stato attuale, nulla è stato indicato in merito al ricorso al capitale di debito, da parte delle PMI, per tramite dei portali *on line*.

---

aggiornamento professionale (artt. 12, comma 1, lett. r) e 29 del D.Lgs. 139/2005 – Regolamento per la formazione professionale continua pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 24 del 31 dicembre 2015);

5. l'obbligo per ciascun iscritto di dotarsi di una idonea copertura assicurativa (DPR 137/2012), a tutela della propria clientela e di quanti sono direttamente coinvolti nell'operato del professionista;
6. l'adeguamento, nell'espletamento delle pratiche professionali, alle norme di deontologia professionale; in particolare, l'art. 9 del Codice Deontologico impone il rispetto dell'indipendenza nell'esercizio della professione nelle situazioni che possano *"generare conflitto di interessi"* o *"diminuire il libero arbitrio"* o *"essere di ostacolo all'adempimento dei propri doveri"*. In base alla stessa norma di comportamento (comma 5) il professionista eviterà altresì che *"dalle circostanze un terzo possa presumere la mancanza di indipendenza; a tal fine, il professionista dovrà essere libero da qualsiasi legame di ordine personale, professionale o economico che possa essere interpretato come suscettibile di influenzare la sua integrità o la sua obiettività"*. Prescrizioni così stringenti sembrano poter integrare il requisito previsto dall'art. 5 del Regolamento ministeriale in ordine all'indipendenza dei consulenti finanziari;
7. il mancato rispetto di quanto stabilito dal codice deontologico (anche in riferimento, ad esempio, al costante aggiornamento professionale) che è, inoltre, sanzionato da un sistema disciplinare che costituisce un'ulteriore forma di garanzia per tutti gli stakeholders di riferimento;
8. l'obbligo di segnalazione di operazioni sospette ai sensi del D.Lgs. 231/2007 ai fini della prevenzione di attività di riciclaggio.

<sup>3</sup> Si evidenzia che la normativa sull'*equity crowdfunding* definita inizialmente con esclusivo riferimento alle start-up innovative, con successivi interventi legislativi, è stata estesa nel corso del tempo alle PMI innovative, agli OICR e altre società che investono prevalentemente in *start-up* e PMI innovative e, da ultimo, a tutte le piccole e medie imprese (PMI) come definite dalla disciplina dell'Unione europea.

<sup>4</sup> Rilevante appare in materia di PMI costituite in forma di s.r.l., la recente innovazione introdotta dall'art. 57, comma 1, decreto-legge 24 aprile 2017, n. 50, che ha eliminato il divieto di offerta al pubblico previsto dal 2468 c.c. a tutte le PMI anche non innovative. Tale norma ha la funzione di consentire a tutte le PMI costituite in forma di s.r.l. di offrire al pubblico come prodotti finanziari le relative quote sociali, anche attraverso i portali per la raccolta *on line* di capitali, di cui al TUF.

<sup>5</sup> Ad oggi risultano iscritti nel registro Consob: 1 Gestore «di diritto» e 18 Gestori «autorizzati».



## Osservazioni/richieste di modifica

Richiamando quanto brevemente esposto sopra, appare necessario, soprattutto in un'ottica di sviluppo e di crescita delle PMI - volano dell'economia del nostro Paese<sup>6</sup> - estendere l'operatività dei gestori dei *portali on line* anche a operazioni con capitale di debito (ad esempio mini bond, cambiali finanziarie, obbligazioni, ecc).

A suffragare tale richiesta si riportano una serie di considerazioni, ovvero:

- la resistenza dei titolari d'impresa, in particolare delle PMI di tipo familiare, ad ampliare la presenza di altri soggetti detentori di quote o azioni, riducendo, così facendo, il controllo della propria compagine societaria;
- il *credit crunch* del sistema bancario, che è il principale ostacolo al finanziamento delle imprese, soprattutto PMI, e quindi alla crescita economica del Paese<sup>7</sup>;
- l'"influenza" indirettamente esercitata dal sistema bancario sulle scelte gestionali delle imprese caratterizzate da un forte indebitamento;
- le maggiori tutele per gli investitori, che potrebbero essere interessati a sottoscrivere capitale di debito, meno rischioso, anziché *equity* (per definizione più rischioso);
- la possibilità di sviluppare, all'interno delle PMI, meccanismi di leva finanziaria e di leva fiscale;
- lo sviluppo dell'operatività dei portali che potrebbero distribuire anche titoli di debito;
- la diffusione di strumenti finanziari scarsamente conosciuti e quindi utilizzati dalle imprese del nostro Paese;
- il miglioramento della trasparenza informativa anche degli strumenti di debito, dovendo tali operazioni sottostare alla regolamentazione Consob.

Alla luce delle citate riflessioni, il CNDCEC auspica il coinvolgimento della Spett.le Consob per valutare possibili iniziative legislative volte ad estendere l'operatività dei portali *on line* anche a strumenti relativi al capitale di debito.

---

<sup>6</sup> A tal proposito l'osservatori sulle Srl redatto ed edito dalla Fondazione Nazionale dei Commercialisti evidenzia che <<Nel 1996, secondo i dati Movimprese, le società di capitale attivo iscritte al Registro Imprese erano 401.044, a fine 2016 sono diventate 1.082.003 (+170%)>>.

<sup>7</sup> In questo contesto, si parla di restrizioni richiamando Basilea 2 e Basilea 3 o le ultime disposizione in relazione alle quali si modifica l'approccio alla valutazione dei crediti praticata dagli istituti finanziari, secondo quanto riportato nell'IFRS 9.



### **3) AMPLIAMENTO DEGLI STRUMENTI DI TUTELA DEGLI INVESTITORI RETAIL: ATTESTATORE, COLLEGIO SINDACALE E REVISORE LEGALE**

#### **Proposta in consultazione**

L'attuale assetto normativo prevede alcuni strumenti/disposizioni di tutela per gli investitori *retail*, che acquistano capitali di rischio (quote/azioni) e quote di OICR sui portali di *equity crowdfunding*. Riportiamo a titolo meramente esemplificativo alcuni dei suddetti strumenti/disposizioni a tutela dell'investitore *retail*, quali: gli standard di Informazioni sulle singole offerte (cfr. Allegato 3 al Regolamento CONSOB 18592, Delibera n. 19520 del 24 febbraio 2016), la quota riservata ad investitori professionali (almeno 5%), gli strumenti di tutela in caso di cessione delle partecipazioni di controllo e la separatezza fra il patrimonio dell'offerente ed i fondi raccolti.

#### **Osservazioni/richieste di modifica**

La legge 11 dicembre 2016 n. 232 (Legge di Bilancio 2017) ha introdotto importanti novità in materia di *crowdfunding* estendendo la relativa disciplina contenuta nel TUF, precedentemente limitata alle start-up ed alle PMI innovative, a tutte le piccole e medie imprese (PMI) come definite dalla disciplina dell'Unione europea.

Considerando la particolarità dello strumento dell'*equity crowdfunding*, che rappresenta un investimento in capitale di rischio, e in relazione al fatto che le PMI rappresentano entità economiche che operano sul mercato da uno o più anni, per cui con una propria storia fatta di risultati (bilanci approvati e depositati, eventuali contenziosi fiscali, ecc.), sarebbe opportuno integrare l'Allegato 3 al Regolamento CONSOB 18592, Delibera n. 19520 del 24 febbraio 2016 con delle sezioni che diano evidenza dell'intervento di apposite figure professionali nella verifica dei rischi connessi alle offerte di equity. La presenza di tali sezioni aggiuntive nella documentazione di offerta dell'emittente, faciliterebbe un investimento consapevole da parte degli investitori.

Si propongono, quindi, alcune modifiche alla sezione 3 dell'Allegato 3, (riportate nella tabella successiva), nonché l'aggiunta delle seguenti sezioni nn. 6, 7 e 8; quest'ultime da compilare, laddove l'emittente volesse ampliare gli strumenti di tutela a vantaggio degli investitori retail:



- I. **Sezione 6 - Advisor/Attestatore:** si ritiene opportuno introdurre una figura analoga a quella già esistente nell'ambito dei mercati finanziari (lo Sponsor)<sup>8</sup>, che possa "assistere" le imprese di dimensioni minori (PMI) nella realizzazione di operazioni di *equity-crowdfunding*. Tale attività potrebbe essere svolta da un soggetto iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili - Sez. A<sup>9</sup>. L'intervento dell'Advisor/Attestatore potrebbe tradursi:
- per l'impresa neo costituita (start-up), nella valutazione di natura prospettica dell'operazione (i.e. giudizio sulla appropriatezza delle assunzioni alla base del business plan e coerenza tra dette assunzioni e i dati economico-finanziari previsionali come pure nella verifica dell'esistenza delle privative industriali dichiarate, ecc.);
  - per l'impresa già operativa, oltre alle valutazioni di natura prospettica, anche nel giudizio sull'attendibilità dei dati storici dell'offerente (i.e. giudizio sul bilancio, esistenza dei presupposti per la continuità aziendale, presenza di passività potenziali, ecc.).
- II. **Sezione 7 - Collegio sindacale:** l'emittente potrebbe evidenziare la eventuale presenza del collegio sindacale e se ad esso sono attribuite, o meno, le funzioni di controllo contabile;
- III. **Sezione 8 - Revisore legale:** l'offerente potrebbe dare evidenza della eventuale presenza del revisore legale.

Di seguito si riporta una tabella di sintesi delle citate proposte di modifica.

---

<sup>8</sup> Secondo la definizione di Borsa Italiana lo Sponsor è l'«*Intermediario cui spetta il compito di accompagnare una società emittente nell'iter di quotazione, garantirne l'affidabilità del business plan e agevolare i contatti con analisti e investitori*».

<sup>9</sup> Lo sviluppo della figura dell'Advisor, nell'ottica qui proposta, sarebbe peraltro supportata dal CNDCEC con appositi programmi formativi e linee guida eventualmente condivise con l'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari, come già fatto per altre funzioni specifiche, per orientare l'attività dei professionisti che rilasciano l'attestazione.



Testo in consultazione	Proposta di modifica	Motivazione
<p style="text-align: center;"><b>ALLEGATO 3</b> <b>INFORMAZIONI SULLA SINGOLA OFFERTA</b> [... Omissis...]</p> <p><b>3. Informazioni sull'offerente e sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta</b></p> <p>a) descrizione dell'offerente: - per le <del>start-up innovative e PMI innovative</del> <b>piccole e medie imprese</b>, [...omissis...]. Con riferimento all'informativa contabile, ove disponibile, dovranno essere riportati i dati essenziali al 31 dicembre precedente all'inizio dell'offerta relativi al fatturato, al margine operativo lordo e netto, all'utile d'esercizio, al totale attivo, al rapporto fra immobilizzazioni immateriali e il totale attivo, la posizione finanziaria netta</p>	<p style="text-align: center;"><b>ALLEGATO 3</b> <b>INFORMAZIONI SULLA SINGOLA OFFERTA</b> [... Omissis...]</p> <p><b>3. Informazioni sull'offerente e sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta</b></p> <p>a) descrizione dell'offerente: - per le <b>piccole e medie imprese</b>, [...omissis...]. Con riferimento all'informativa contabile, ove disponibile, dovranno essere riportati <b>i dati più significativi nonché gli indici più appropriati essenziali al 31 dicembre precedente all'inizio dell'offerta estrapolati dagli ultimi tre bilanci depositati</b> relativi al fatturato, al margine operativo lordo e netto, all'utile d'esercizio, al totale attivo, al rapporto fra immobilizzazioni immateriali e il totale attivo, la posizione finanziaria netta</p>	<p>Ai fini di una migliore qualità delle informazioni a disposizione degli investitori, si ritiene opportuno estendere l'arco temporale di analisi all'ultimo triennio, anche allo scopo di sterilizzare eventuali oscillazioni o <i>outliers</i> che dovessero presentarsi in un particolare esercizio.</p> <p>Trattandosi di società di capitali, appare più adeguato fare esplicito riferimento ai bilanci depositati, anche allo scopo di verificare la correttezza dell'offerente nell'assolvere l'adempimento in questione.</p> <p>L'informativa contabile, potrà essere oggetto anche di apposita attestazione da parte dell'advisor, soggetto iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili - Sez. A, (vedi successiva sez. 6)</p>
<p style="text-align: center;"><b>ALLEGATO 3</b> <b>INFORMAZIONI SULLA SINGOLA OFFERTA</b> [... Omissis...]</p> <p><b>3. Informazioni sull'offerente e sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta</b></p>	<p style="text-align: center;"><b>ALLEGATO 3</b> <b>INFORMAZIONI SULLA SINGOLA OFFERTA</b> [... Omissis...]</p> <p><b>3. Informazioni sull'offerente e sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta</b></p>	<p>Si reputa opportuno dedicare al collegio sindacale una sezione autonoma (sezione 7), al fine di fornire più adeguata evidenza della presenza di un organo che, vigilando sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società, offre una maggiore tutela per gli investitori, oltre a</p>



Testo in consultazione	Proposta di modifica	Motivazione
<p>[...omissis...]</p> <p>b) descrizione degli organi sociali e del curriculum vitae degli amministratori;</p>	<p>[...omissis...]</p> <p>b) descrizione <del>degli organi sociali</del> <b>dell'organo amministrativo</b> e del curriculum vitae degli amministratori;</p>	<p>rappresentare un ulteriore elemento di confronto tra gli emittenti in termini di <i>corporate governance</i>.</p> <p>Inoltre, la nuova formulazione appare più coerente con l'attuale previsione regolamentare (che richiede la descrizione del curriculum vitae solo per gli amministratori).</p>
<p style="text-align: center;"><b>ALLEGATO 3</b></p> <p style="text-align: center;"><b>INFORMAZIONI SULLA SINGOLA OFFERTA</b></p> <p>[... Omissis...]</p> <p><b>3. Informazioni sull'offerente e sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta</b></p> <p>a) descrizione dell'offerente:</p> <p>- per le <del>start up innovative e PMI innovative</del> <b>piccole e medie imprese</b>, [...omissis...] nonché il giudizio del revisore. Per l'informativa contabile completa dovrà essere espressamente indicato il collegamento ipertestuale diretto;</p>	<p style="text-align: center;"><b>ALLEGATO 3</b></p> <p style="text-align: center;"><b>INFORMAZIONI SULLA SINGOLA OFFERTA</b></p> <p>[... Omissis...]</p> <p><b>3. Informazioni sull'offerente e sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta</b></p> <p>a) descrizione dell'offerente:</p> <p>- per le <b>piccole e medie imprese</b>, [...omissis...] <del>nonché il giudizio del revisore</del>. Per l'informativa contabile completa dovrà essere espressamente indicato il collegamento ipertestuale diretto;</p>	<p>Si reputa opportuno dedicare al revisore legale una sezione autonoma (sezione 8), per circoscrivere e definire al meglio il giudizio in questione, enfatizzandone l'importanza ai fini della tutela degli investitori.</p> <p>Si ritiene che la creazione di un'apposita sezione possa dare maggiore evidenza della presenza di un soggetto che, certificando i dati del bilancio dell'offerente, fornisce un ulteriore elemento di confronto per l'investitore.</p> <p>L'attuale formulazione del regolamento, infatti, non esplicita in maniera sufficientemente chiara, ad esempio, se la società sia obbligata o meno alla nomina del revisore, la cui attività, soprattutto se richiesta in maniera volontaria, rappresenta certamente un elemento di</p>







<b>Testo in consultazione</b>	<b>Proposta di modifica</b>	<b>Motivazione</b>
		<p>terzi, compresi gli istituti di credito, il rispetto degli adempimenti fiscali e di quelli contributivi, l'indagine sulla solvibilità dell'impresa, ecc.. Per ciò che concerne l'analisi dei dati economico-finanziari, appare opportuno valutare le performance reddituali, finanziarie e patrimoniali dell'impresa, attraverso la verifica di una serie di KPI (Key Performance Indicator).</p> <p>In un'ottica prospettica, lo Sponsor-attestatore avrebbe il compito di analizzare la corrispondenza e la fattibilità del progetto sulla scorta del piano dell'offerente indicato nel business plan, con particolare riferimento alla coerenza tra le assunzioni di base, le conclusioni e i principali indicatori.</p> <p>Nell'ottica qui proposta, il CNDCEC definirà appositi programmi formativi, linee guida e standard di attestazione, eventualmente condivisi con l'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari, per orientare l'attività dell'attestatore.</p>





#### 4) REQUISITI DEI GESTORI DEI PORTALI

##### Proposta in consultazione

Con particolare riferimento ai requisiti patrimoniali dei gestori «da autorizzare», l'art. 7-bis del documento posto in consultazione prevede l'adesione a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori oppure la stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale, che garantisca una protezione equivalente alla clientela, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento.

A tal fine l'articolato posto in consultazione stabilisce una <<copertura di almeno 100.000 euro per ciascuna richiesta di indennizzo, e di 2.500.000 di euro all'anno per l'importo totale delle richieste di indennizzo>>.

##### Osservazioni/richieste di modifica

Tale previsione solleva rilevanti profili di criticità sulla sostenibilità del *business* da parte dei gestori dei portali, poiché nel documento in consultazione, se da un lato, sono riportati "eccessivi<sup>10</sup>" massimali di copertura assicurativa (attualmente almeno 100.000 euro per ciascuna richiesta di indennizzo e 2.500.000 euro all'anno per l'importo totale delle richieste di indennizzo), dall'altro lato, non si definiscono gli ulteriori fattori rilevanti da cui dipenderà il costo della polizza, ovvero:

- il periodo di copertura della polizza (attualmente a tempo indeterminato);
- la tipologia di rischi che la polizza dovrà coprire.

Ciò detto si propone, in via primaria, di eliminare la citata polizza, anche perché la sua presenza appare non coerente con la scelta degli investitori di sottoscrivere capitale di rischio, per definizione capitale non garantito. Inoltre, la previsione della polizza, potrebbe incentivare comportamenti di *moral hazard* da parte degli investitori a discapito del corretto utilizzo dello strumento dell'*equity crowdfunding* e, più in generale, della sua diffusione. La presenza della polizza peraltro nel ridurre il rischio dell'operazione impatta negativamente ed in modo "distorsivo" sul rendimento per l'investitore.

---

<sup>10</sup> Sul punto l'analisi AIR evidenzia che l'importo totale medio sottoscritto dagli investitori è stato pari a 5.400 €.



L'eliminazione della polizza eviterebbe, inoltre, il ribaltamento sull'emittente dei costi della medesima, con aggravio di un ulteriore onere in fase di avvio di un nuovo business. Le conseguenze del predetto ribaltamento, potrebbero tradursi in una "disaffezione", da parte delle PMI, verso questa forma di raccolta fondi, non in linea con la policy governativa volta ad incentivare la creazione di start-up e PMI innovative<sup>11</sup> e lo sviluppo delle PMI.

In via residuale, si propone, qualora non fosse possibile l'eliminazione della polizza, di prevedere:

- I. la riduzione dei massimali di copertura assicurativa a non più di 10.000 euro per ciascuna richiesta di indennizzo e di 500.000 euro all'anno per l'importo totale delle richieste di indennizzo;
- II. la definizione di un tempo di copertura della polizza (due o tre anni dalla chiusura della raccolta), onde evitare che la polizza sconti un rischio proprio della società offerente negli anni successivi alla chiusura della raccolta.

Con particolare riferimento alla negligenza professionale da parte del gestore sarebbe opportuno precisare che la polizza in oggetto non interviene nel caso di *default* dell'emittente/offerente.

In definitiva, si richiede di precisare il perimetro di copertura delle attività e dei rischi oggetto della polizza assicurativa, al fine di evitare che uno strumento di garanzia possa rappresentare un disincentivo alla conclusione di operazioni di *equity crowdfunding*.

---

<sup>11</sup> A tal proposito si considerino le molteplici agevolazioni fiscali volte a favorire tali imprese.