

Trento, 21 agosto 2017

Oggetto: Osservazioni sul "Documento per la consultazione" del 6 luglio 2017 per la revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line*

1. PREMESSA

In data 6 luglio 2017 Consob ha avviato una pubblica consultazione, tramite la pubblicazione di un "documento per la consultazione" (il "**Documento di Consultazione**") in vista della revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line* (il "**Regolamento**").

A poco più di un anno dall'ultima revisione (avvenuta con delibera 19520 del 24 febbraio 2016), si è resa necessaria una ulteriore modifica del Regolamento, a seguito delle novità introdotte in tema di *equity crowdfunding*, dapprima con la legge 11 dicembre 2016, n. 232 (Legge di Bilancio 2017), successivamente con l'art. 57, comma 1 del decreto-legge 24 aprile 2017, n. 50 (cd. Decreto Correttivo) e, da ultimo, con lo "*Schema di decreto legislativo recante attuazione della direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, come modificata dalla direttiva (UE) 2016/1034, e adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 600/2014 sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, come modificato dal regolamento (UE) 2016/1033 (Atto di Governo 413)*", di attuazione della direttiva 2014/65/UE (MiFID II). Con riferimento a tale ultimo provvedimento, da un comunicato stampa del Governo risulta essere stato approvato, in esame definitivo, il 28 luglio 2017, ma che alla data odierna non è stato ancora pubblicato in Gazzetta Ufficiale. Non essendo pertanto ancora disponibile il testo definitivo del decreto legislativo, le seguenti osservazioni si basano sul presupposto che le norme in tema di *equity crowdfunding* contenute nel sopra citato "schema di decreto legislativo" non abbiano subito modifiche in sede di esame ed approvazione definitiva da parte del Governo.

In particolare, i sopra citati interventi normativi hanno esteso a tutte le piccole e medie imprese (PMI), come definite dalla legislazione dell'Unione europea, la possibilità di effettuare offerte di capitale di rischio tramite portali *on-line*, rendendo così necessaria una nuova revisione del Regolamento. Consob ha a tal fine presentato, in allegato al Documento di Consultazione, una proposta di revisione regolamentare, elaborata tenendo in considerazione le modifiche che si sono rese necessarie a seguito dei sopra riportati interventi di legislazione primaria (la "**Proposta di Regolamento**").

Walliance S.r.l. ("**Walliance**"), con l'assistenza dello Studio Legale Jenny.Avvocati, sottopone all'attenzione di Consob le seguenti osservazioni in merito alle proposte di modifica contenute nella Proposta di Regolamento.

Stante l'approssimarsi della prima campagna che verrà ospitata sul proprio portale, prevista per metà settembre 2017, Walliance ha tenuto conto, nei limiti del possibile, delle proposte di modifica del Regolamento avanzate da Consob nella propria attività di gestore del portale. Al fine, però, di avere maggiore chiarezza possibile sulla regolamentazione

applicabile, e nella speranza che le osservazioni e proposte contenute nel presente documento vengano prese in considerazione da Consob, si auspica che il nuovo testo del Regolamento venga approvato a breve dall'Autorità di Vigilanza, possibilmente entro la prima metà di settembre.

Si precisa infine che l'Associazione Italiana Equity Crowdfunding (AIEC), della quale fa parte anche Walliance, ha sottoposto un documento contenente le proprie osservazioni in merito alla Proposta di Regolamento. Walliance, anche alla luce delle peculiarità che la caratterizzano rispetto agli altri portali iscritti all'AIEC derivanti dalla sua specializzazione nel settore del *real estate*, ha ritenuto necessario sottoporre a Consob le seguenti osservazioni, contenenti alcune proposte alternative rispetto al documento predisposto dall'AIEC, fermo restando che esse non si pongono in ogni caso in contrasto con quanto contenuto in tale documento.

2. LE PROPOSTE DI MODIFICA DEL REGOLAMENTO E LE OSSERVAZIONI DI WALLIANCE

In linea generale (e preliminare), si evidenzia come le proposte di modifica del Regolamento si limitino sostanzialmente – a differenza di quanto avvenuto con la precedente pubblica consultazione – a recepire le novità normative introdotte in materia di *equity crowdfunding* nel Testo Unico della Finanza ("TUF") dai sopra citati recenti interventi di legislazione primaria. Tali novità riguardano, in particolare: (i) le definizioni di cui al comma 5-*novies* dell'art. 1 del TUF (che, facendo ora riferimento alle "piccole e medie imprese", come definite dall'art. 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del "Regolamento Prospetto" UE/2017/1129 del 14 giugno 2017, pubblicato nella GUCE il 30 giugno 2017, modifica leggermente (ampliandola) la relativa definizione rispetto a quella contenuta nella Raccomandazione 2003/361/CE)¹; (ii) l'ampliamento del novero dei gestori di diritto di cui all'art. 50-*quinquies* del TUF e l'introduzione dell'obbligo per i gestori non di diritto di adesione ad un sistema di indennizzo a tutela degli investitori, ovvero di stipula di un'assicurazione per la responsabilità professionale; (iii) la modifica dell'art. 100-*ter* del TUF, che oltre a ribadire l'estensione alle piccole e medie imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata della possibilità di effettuare offerte aventi ad oggetto capitale di rischio, ha esteso a tutte le piccole e medie imprese sia le tutele previste dal suo comma 2 per gli investitori non professionali, sia il meccanismo alternativo di trasferimento delle quote di tali imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata di cui ai suoi commi 2-*bis* e seguenti.

Tale intervento "minimale" di Consob trova probabilmente ragione nel fatto che l'ultima revisione del Regolamento risale a poco più di un anno fa. Ciò nonostante, Walliance ritiene utile cogliere l'occasione per avanzare alcune proposte di modifica ed integrazione del Regolamento ulteriori rispetto a quelle relative al mero recepimento delle recenti novità legislative. Tali proposte prendono spunto, da un lato, da quanto emerso e riscontrato nel corso del procedimento di autorizzazione avanti a Consob, e, dall'altro lato, dalle peculiarità dello specifico settore nel quale Walliance intende operare, ossia il *real estate*. Tali ulteriori proposte di modifica ed osservazioni sono contenute nel successivo capitolo 3.

Nell'espone le proprie osservazioni sulla Proposta di Regolamento si seguirà, per mera comodità, l'ordine di cui alla "sintesi delle proposte" di cui al Documento di Consultazione.

A) Introduzione del nuovo articolo 7-*bis* del Regolamento: obbligo di adesione per i gestori ad un sistema di indennizzo a tutela degli investitori o, in

¹ La nuova definizione di piccole e medie imprese ricomprende ora, infatti, tutte le società che, in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato, soddisfano almeno due dei tre criteri seguenti: (i) numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, (ii) totale dello stato patrimoniale non superiore a 43.000.000 di euro, e (iii) fatturato netto annuale non superiore a 50.000.000 euro; con la conseguenza che, diversamente dal passato, laddove non vengano superati i limiti di cui agli ultimi due criteri relativi al totale dello stato patrimoniale ed al fatturato netto, una società può essere rientrare nella definizione di cui sopra anche laddove impieghi nel corso dell'esercizio un numero medio di dipendenti superiore a 250.

alternativa, di stipula di un'assicurazione a copertura della responsabilità civile per i danni derivanti da negligenza professionale

Proposta Consob: Vengono previsti, conformemente alla delega contenuta nella nuova lettera e-*bis* del comma 3 dell'art. 50-*quinquies* del TUF, quali massimali della copertura assicurativa (da stipulare in alternativa alla adesione ad un sistema di indennizzo a tutela degli investitori), gli importi di almeno 100.000 euro per ciascuna richiesta di indennizzo e di 2.500.000 euro all'anno per l'importo totale delle richieste di indennizzo.

Osservazioni: Si ritiene che i massimali di copertura assicurativa individuati da Consob, ed il metodo di determinazione degli stessi analiticamente riportato alle pagine 4 e 5 del Documento di Consultazione, siano da considerarsi sostanzialmente condivisibili. Stante però la natura "*execution only*" dell'attività dei portali, i quali – nel rispetto degli obblighi specificamente previsti dal Regolamento – si pongono comunque quale "mera vetrina delle offerte", senza avere alcuna responsabilità nei confronti degli investitori in merito alla veridicità delle informazioni fornite dagli offerenti, e stante pertanto il limitato rischio, in concreto, di incorrere in ipotesi di "responsabilità civile per danni derivanti da negligenza professionale", tali massimali potrebbero essere eventualmente rivisti per difetto.

La preoccupazione principale riguarda, invero, un altro aspetto più "pratico", ossia la tempistica entro la quale i gestori di portali dovranno adeguarsi ai sopra citati nuovi requisiti patrimoniali, stante la mancanza nel testo dell'art. 7-*bis* della Proposta di Regolamento di un "regime transitorio". Ciò anche alla luce del fatto che difficilmente le società di assicurazione avranno a disposizione un prodotto assicurativo *ad hoc* in breve tempo. Si propone, pertanto, di inserire nell'art. 7-*bis* del Regolamento un termine di almeno sei mesi entro il quale i gestori dovranno adeguarsi alla novità regolamentare, termine eventualmente estendibile da Consob nel caso nel frattempo non siano stati individuati sul mercato prodotti assicurativi adeguati allo scopo.

Un discorso analogo può essere fatto anche con riferimento agli altri nuovi obblighi ed adempimenti previsti nella Proposta di Regolamento (si pensi, ad esempio, alla necessità di aggiornare il portale con le nuove informazioni di cui agli artt. 14, 15 e 16). Quanto sopra anche in considerazione del fatto che Walliance intende ospitare la prima campagna sul proprio portale a metà settembre, periodo che potrebbe coincidere con l'entrata in vigore del nuovo Regolamento. In sostanza, come già evidenziato in premessa, Walliance farà il possibile per essere *compliant*, già dalla prima campagna, con quanto previsto dal nuovo Regolamento, ad eccezione di quegli obblighi che richiedono più tempo per il relativo adeguamento, in merito ai quali si confida che Consob conceda un adeguato *grace period*.

B) Modifica degli artt. 11-*bis* e 12 del Regolamento

Proposta Consob: Viene introdotta la facoltà per i gestori di rinunciare all'autorizzazione e viene regolamentato il procedimento di decadenza e cancellazione, mutuandone la disciplina da quanto previsto per il procedimento di autorizzazione.

Osservazioni: Nessuna osservazione in merito, in quanto si condividono le relative proposte di modifica.

C) Modifica dell'art. 13 del Regolamento: (i) rafforzamento della disciplina a presidio dei conflitti di interesse, e (ii) introduzione del divieto di "auto-collocamento" per i gestori di portali iscritti nella sezione ordinaria del registro Consob

Proposta Consob (i): Viene rafforzato e disciplinato, al comma 1 dell'art. 13 del Regolamento, il presidio dei gestori in materia di conflitti di interesse.

Osservazioni (i): La regolamentazione specifica della politica sui conflitti di interesse dei gestori di portali inserita nel comma 1 dell'art. 13 corrisponde, in sostanza, a quanto è stato richiesto da Consob a Walliance durante l'iter di autorizzazione. Tali prescrizioni, pertanto, essendo già di fatto seguite dai gestori di portali, non fanno altro che "cristallizzare" quanto

già avviene nella prassi, anche alla luce di quanto previsto dall'art. 3 della MiFID II, che ritiene applicabili ai portali, sulla base di un regime di equivalenza, gli artt. 16, paragrafo 3 e 23 della MiFID II, nonché gli artt. 33 e 34 del Regolamento delegato UE n. 2017/565 in materia di conflitti di interesse.

Si rileva, però, come la seguente ultima frase inserita nel comma 1 dell'art. 13 del Regolamento: "*L'eccessivo ricorso alla comunicazione agli investitori è da considerarsi una carenza della politica sui conflitti di interesse*" appaia *misleading* e sia con ogni probabilità frutto di un errore nella trasposizione delle sopra citate norme europee, non potendosi pensare che l'effettivo intento del Regolatore sia quello di limitare le comunicazioni tra gestori ed investitori.

Ad opinione di Walliance la frase dovrebbe essere interpretata in connessione con il seguente periodo, contenuto nel medesimo comma 1: "*Solo quando le procedure e le misure elaborate non siano sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi degli investitori sia evitato, il gestore, come misura estrema, li informa chiaramente della natura generale e/o delle fonti di tali conflitti e delle misure adottate per mitigare i relativi rischi*".

Si propone pertanto, per chiarezza e per evitare facili fraintendimenti, di spostare la frase in oggetto, inserendola subito dopo il sopra citato periodo, nonché di modificarla come segue: "*L'eccessivo ricorso da parte del gestore a tali informazioni agli investitori è da considerarsi una carenza della politica sui conflitti di interesse*", fermo restando che sarebbe in ogni caso opportuno precisare cosa si intenda per "eccessivo ricorso", prevedendo ad esempio un numero di comunicazioni annuali (relative ai conflitti di interesse) oltre al quale il gestore debba, nell'ambito della fase di valutazione e riesame da effettuarsi con cadenza almeno annuale della propria politica sui conflitti di interesse, adottare misure adeguate a rimediare a tali carenze.

Proposta Consob (ii): Viene inoltre previsto, tramite l'inserimento del comma 1-*bis* all'art. 13 del Regolamento, l'esplicito divieto per i gestori iscritti nella sezione ordinaria di condurre sui propri portali offerte aventi ad oggetto: (i) strumenti finanziari di propria emissione (cd. "autocollocamento" o "autoquotazione"), o (ii) strumenti finanziari emessi da soggetti appartenenti al medesimo gruppo. Consob è infatti dell'opinione che tali offerte darebbero luogo ad "una immanente fattispecie di conflitto di interessi" che gli operatori non sarebbero nelle condizioni di poter gestire in maniera adeguata ed efficace. La ragione di tale assunta "impossibilità" di gestione in maniera efficace ed adeguata del conflitto di interesse viene individuata da Consob, in sostanza, nella specifica disciplina a cui sono sottoposti i gestori, i quali operano in regime di esenzione facoltativa ex art. 3 della MiFID I (confermato ed integrato anche dalla MiFID II), e pertanto sarebbero per ciò stesso impossibilitati ad utilizzare quegli adempimenti e presidi a cui sono sottoposti gli intermediari MiFID, e che questi ultimi possono utilizzare per gestire in maniera adeguata ed efficace i conflitti di interesse, ivi inclusi quelli derivanti da "autocollocamento". In sostanza, oltre ad essere esclusi dall'applicazione della disciplina in tema di *product governance*, i gestori, non potendo svolgere un'attività di consulenza, possono effettuare solo una valutazione di appropriatezza degli investimenti, ma non la verifica di adeguatezza.

Per tali ragioni Consob propone di inserire il divieto di autocollocamento sia relativamente agli strumenti finanziari emessi dai gestori iscritti nella sezione ordinaria del registro Consob, sia relativamente agli strumenti finanziari emessi da soggetti appartenenti al medesimo gruppo di tali gestori.

Osservazioni (ii): Pur condividendo le preoccupazioni di Consob, secondo Walliance il rimedio proposto, ossia il divieto *tout court* dell'autocollocamento, non sembra essere la soluzione più appropriata per affrontare e risolvere il problema, essendo possibili eventuali soluzioni intermedie.

Consob stessa, infatti, spiega che l'obiettivo (condivisibile) di assicurare in maniera sostanziale una gestione efficace delle situazioni di conflitto di interesse in caso di

“autocollocamento” può essere soddisfatto tramite un diverso modello di relazione con la clientela, che si sostanzia in modalità di offerta che prevedano l’abbinamento con un servizio di consulenza ad alto valore aggiunto, rendendosi in tal caso possibili: processi di profilatura in grado di valorizzare compiutamente le caratteristiche degli investitori e controlli di adeguatezza di tipo “bloccante”, soglie massime di concentrazione degli investimenti, monitoraggio periodico del portafoglio dei clienti e interazione con questi sulla scorta di dette analisi.

Riconoscendo il valore della tutela dell’investitore, ci si chiede se non sia possibile riscontrare l’attività di consulenza ad alto valore aggiunto nei casi in cui il gestore del portale che intenda effettuare un “autocollocamento” provveda, su base volontaria ed avvalendosi eventualmente di soggetti terzi quali consulenti finanziari o intermediari abilitati, a: 1) sottoporre agli investitori il questionario di adeguatezza MiFID, che laddove non superato abbia valore “bloccante”, impedendo l’effettuazione dell’investimento; 2) inserire nella *dashboard* personale dell’investitore un *alert* indicante la soglia massima investibile in quella specifica operazione in relazione al patrimonio ed al reddito indicati nel questionario di adeguatezza; 3) aggiornare periodicamente l’investitore, sempre tramite la *dashboard* personale dello stesso, sull’andamento dello specifico investimento. In tali casi, ad opinione di Walliance, l’autocollocamento sarebbe da considerarsi possibile, anche in considerazione del fatto che lo strumento finanziario che si andrebbe ad offrire all’investitore (azioni o quote di partecipazione societarie) non rientrerebbe tra quelli a complessità elevata, nonché che i singoli investimenti sono normalmente di modesta entità.

Discorso analogo può essere fatto con riferimento all’esclusione dei gestori dall’applicazione della disciplina in tema di *product governance*, in quanto anche in questo caso ciò non esclude che alcuni processi tipici di tale disciplina (come la definizione del *target market*, la valutazione dei bisogni dei clienti, o l’analisi del prodotto) possano essere applicati, sempre su base volontaria, dai gestori che intendono “autoquotarsi”.

Si propone, in pratica, di consentire l’autocollocamento laddove vengano garantiti dal gestore i medesimi adempimenti e presidi previsti per gli intermediari MiFID, prevedendo eventualmente una preventiva specifica autorizzazione da parte di Consob alla autoquotazione, da rilasciarsi a seguito della dimostrazione da parte del gestore di aver posto in essere tali adempimenti e presidi.

Con riferimento, infine, all’ipotesi in cui sul portale di un gestore iscritto nella sezione ordinaria venga condotta una offerta avente ad oggetto “strumenti finanziari emessi da soggetti appartenenti al medesimo gruppo”, si ritiene opportuno escludere dall’ambito di applicazione del divieto il caso in cui si tratti di partecipazioni di minoranza, limitandolo al solo caso delle partecipazioni di controllo. Anche in tale ipotesi valgono in ogni caso le osservazioni sopra riportate sulle possibili opzioni alternative al divieto *sic et simpliciter* di autocollocamento.

D) Modifica dell’art. 24 del Regolamento: estensione anche alle piccole e medie imprese: (i) del diritto di recesso o di co-vendita in caso di cambio del controllo dell’offerente, e (ii) della necessità di sottoscrizione, ai fini del perfezionamento dell’offerta, di una quota pari ad almeno il 5% degli strumenti finanziari offerti da parte di investitori particolarmente qualificati

Proposta Consob (i): Viene estesa a tutte le piccole e medie imprese che intendano fare una campagna di *equity crowdfunding* la previsione obbligatoria nel loro statuto o atto costitutivo (da verificarsi da parte del gestore ai fini dell’ammissione dell’offerta sul portale), del diritto di recesso o del diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni in favore degli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori di cui al comma 2 dell’art. 24 del Regolamento, nonché delle relative modalità e condizioni di esercizio nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all’offerta, trasferiscano direttamente o indirettamente il controllo a terzi. Viene a tale riguardo prevista una durata minima del recesso o del diritto di co-vendita pari a tre anni per tutte le tipologie societarie, essendo venuta meno la distinzione tra start-up e piccole e medie imprese.

Osservazioni (i): Giova ricordare che il comma 2 dell'art. 100-ter del TUF (nella sua nuova versione) prevede a tale riguardo una delega a Consob, affinché determini la disciplina applicabile alle offerte *"al fine di tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali nel caso in cui i soci di controllo della piccola e media impresa cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta"*.

Premesso, pertanto, che il legislatore primario ha lasciato libera Consob di individuare quali strumenti prevedere, in concreto, per tutelare gli investitori "non particolarmente qualificati", e prescindendo da valutazioni relative alla maggiore o minore efficacia del diritto di recesso o del diritto di co-vendita rispetto ad altre eventuali soluzioni, si ritiene che l'estensione indiscriminata degli strumenti individuati da Consob alle ipotesi di cambio di controllo relativamente a tutte le piccole e medie imprese sia condivisibile, trattandosi di tutele previste per i *crowdfunders*, nella loro qualità di soci di minoranza delle società offerenti, a prescindere dalle loro dimensioni o dalla loro natura.

Proposta Consob (ii): Viene inoltre estesa (indiscriminatamente) a tutte le piccole e medie imprese anche la regola che condiziona il perfezionamento dell'offerta alla verifica da parte del gestore che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da, alternativamente: (i) investitori professionali (come definiti dalla lettera j) dell'art. 2 del Regolamento), (ii) fondazioni bancarie, (iii) incubatori di start-up innovative, ovvero (iv) dalla nuova categoria degli "investitori a supporto delle piccole e medie imprese" (così come definiti nel medesimo comma 2 dell'art. 24 del Regolamento), che ingloba e sostituisce la precedente figura dell'"investitore a supporto dell'innovazione", mutuandone i requisiti, che vengono quindi parametrati alla più ampia categoria delle piccole e medie imprese.

Osservazioni (ii): Anche qui giova partire dalla delega conferita a Consob dal legislatore nel comma 2 dell'art. 100-ter del TUF, ossia quella di determinare la disciplina applicabile alle offerte *"al fine di assicurare la sottoscrizione da parte di investitori professionali o particolari categorie di investitori dalla stessa [Consob] individuate di una quota degli strumenti finanziari offerti, quando l'offerta non sia riservata esclusivamente a clienti professionali"*.

Considerato l'obiettivo sotteso alla sopra citata delega prevista dall'art. 100-ter del TUF, ossia quello di conferire un certo grado di affidabilità alle società offerenti che facciano campagne di *equity crowdfunding* tramite i portali (e che il legislatore ha inteso perseguire, a torto o a ragione, tramite la previsione di una quota minima di strumenti finanziari da sottoscrivere durante la campagna da parte di investitori particolarmente qualificati), si ritiene preferibile – oltre che maggiormente conforme al sopra citato obiettivo del legislatore – prevedere una differenziazione tra le offerte, a seconda del grado di effettiva rischiosità e di consolidamento sul mercato delle società offerenti, o, meglio ancora, dei soggetti che le controllano.

Una possibile soluzione alternativa potrebbe essere quella di prevedere, in aggiunta ai soggetti individuati nel comma 2 dell'art. 24 della Proposta di Regolamento, anche l'ipotesi della sottoscrizione del 5% (o dell'eventuale percentuale inferiore che Consob decidesse di prevedere) degli strumenti finanziari offerti da parte del socio di controllo dell'offerente, nel caso lo stesso sia una persona giuridica dotata di determinati requisiti patrimoniali minimi che ne dimostrino la solidità finanziaria (come, ad esempio, un fatturato di almeno un milione di euro e un patrimonio netto positivo di almeno 100.000 euro), così come risultanti dall'ultimo bilancio depositato al registro delle imprese.

Nel caso della prima campagna che verrà lanciata da Walliance a metà settembre, infatti, la società offerente sarà, come spiegato durante un incontro tenutosi presso la sede Consob di Milano, una società neocostituita, che sarà controllata da una società attiva da anni nel settore immobiliare, la quale ultima svilupperà il progetto immobiliare, mentre la società offerente investirà il denaro raccolto tramite la campagna di *equity crowdfunding* nel progetto immobiliare sviluppato dalla società controllante, tramite un prestito da concedersi a quest'ultima.

A ben guardare, in un caso come quello sopra prospettato – ma si potrebbero fare molti esempi simili, nei quali, per i più svariati motivi, si ritiene più appropriato fare la campagna di *equity crowdfunding* tramite una società-veicolo, partecipata quale socio di controllo dalla società che realizza e sviluppa il progetto imprenditoriale –, l'affidabilità dell'offerta (e della società offerente) sono già garantiti dal *track record* e dalla solidità patrimoniale del socio di controllo.

A ciò si aggiunga che i progetti di investimento proposti sul portale di Walliance vengono presentati al pubblico solo dopo processi di attenta valutazione, che prevedono il coinvolgimento anche di istituti di credito, i quali finanziano infatti buona parte del valore dei progetti immobiliari. Già questo, di per sé, rappresenta un forte elemento di garanzia per gli investitori. La delibera dell'istituto di credito con la quale viene concesso il finanziamento presuppone infatti un'analisi accurata in termini di fattibilità del progetto.

Alla luce della proposta di modifica sopra formulata, il testo del comma 2 dell'art. 24 del Regolamento potrebbe essere il seguente:

"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, alternativamente:

- da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di start-up innovative previsti all'articolo 25, comma 5, del decreto, o

- da investitori a supporto delle piccole e medie imprese, aventi un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a cinquecento mila euro, in possesso dei requisiti di onorabilità previsti dall'articolo 8, comma 1 e di almeno uno dei seguenti requisiti: i) aver effettuato, nell'ultimo biennio, almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in piccole e medie imprese, ciascuno dei quali per un importo almeno pari a quindici mila euro; ii) aver ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in piccole e medie imprese diverse dalla società offerente; o

- dal socio di controllo della società offerente, nel caso lo stesso sia una persona giuridica in possesso di entrambi i seguenti requisiti, risultanti dall'ultimo bilancio di esercizio approvato e depositato presso il registro delle imprese nei termini di legge: i) un fatturato di almeno un milione di euro, e ii) un patrimonio netto positivo pari ad almeno 100.000 euro".

Walliance ritiene, inoltre, che sia ragionevole prevedere una diminuzione della soglia minima di investimento. Essa andrebbe inoltre differenziata a seconda che la società offerente sia una start-up o PMI innovative (per le quali si ritiene che la giusta percentuale possa essere individuata nel 2 o 3%), oppure una piccola o media impresa non innovativa, nel qual caso la percentuale potrebbe essere abbassata all'1%, se non addirittura abolita del tutto.

Con particolare riferimento all'introduzione della figura dell'investitore a supporto delle piccole e medie imprese, che viene accolta da Walliance con favore, pur essendo la normativa molto chiara nell'individuare i requisiti che tale investitore deve avere, nella pratica sono stati riscontrati alcuni elementi ostativi nel reperimento delle informazioni che dimostrano il possesso di tali requisiti (l'intermediario presso cui il portafoglio di strumenti finanziari è depositato non rilascia, ad esempio, dati sensibili relativi alla propria clientela). In ragione di tali difficoltà, Walliance propone di prevedere la possibilità, in alternativa a quanto previsto dal comma 2-*bis* dell'art. 24 del Regolamento per gli investitori a supporto delle piccole e medie imprese, del rilascio da parte dell'investitore di un'autocertificazione attestante tutti i requisiti richiesti.

Sempre con riferimento al comma 2-*bis* dell'art. 24, nel nuovo testo previsto della Proposta di Regolamento, si evidenzia come in tale comma ci si sia dimenticati di sostituire, ovunque ricorra, l'espressione "investitore a supporto dell'innovazione" con "investitore a supporto delle piccole e medie imprese", nonché le espressioni "start-up e PMI innovative" con "piccole e medie imprese".

Con riferimento al fatto che alcune disposizioni del Regolamento si applicano solo agli "investitori diversi dagli investitori professionali" (e pertanto anche alle fondazioni bancarie,

agli incubatori di start-up innovative ed agli investitori a supporto delle piccole e medie imprese, nonché alle altre categorie che Consob vorrà eventualmente aggiungere, come proposto sopra), mentre altre si applicano agli "investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate all'articolo 24" (e pertanto con esclusione dei soggetti sopra menzionati), si suggerisce di cogliere l'occasione per chiarire quando ricorra l'una, oppure l'altra ipotesi.

In particolare, si fa presente (anche ai fini di eventuali modifiche del testo da parte di Consob) che nelle seguenti disposizioni della versione del Regolamento di cui alla Proposta di Regolamento si fa riferimento ai soli "investitori diversi dagli investitori professionali", e pertanto quanto in esse previsto troverebbe applicazione anche alle fondazioni bancarie, agli incubatori di start-up innovative ed agli investitori a supporto delle piccole e medie imprese (nonché alle altre categorie che Consob vorrà eventualmente aggiungere, come proposto sopra):

- il comma 3 dell'art. 13, relativo all'obbligo del gestore di richiamare l'attenzione sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie;
- il comma 5 del medesimo art. 13, che prevede che il gestore debba assicurare il diritto di recesso dell'investitore dall'ordine di adesione;
- il comma 2 dell'art. 15, che prevede che il gestore debba assicurare che possano accedere alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle offerte solo gli investitori che abbiano preso visione di determinate informazioni, nonché che abbiano effettuato il questionario di appropriatezza (nel caso il gestore abbia scelto l'*opt-in*) e dichiarato di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento che intendono effettuare;
- il comma 2 dell'art. 25, relativo al diritto di revoca dell'adesione.

Al contrario, unicamente nella seguente disposizione si fa riferimento agli "investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate all'articolo 24", e pertanto solo quanto in essa previsto non dovrebbe trovare applicazione alle fondazioni bancarie, agli incubatori di start-up innovative ed agli investitori a supporto delle piccole e medie imprese (nonché alle altre categorie che Consob vorrà eventualmente aggiungere, come proposto sopra):

- il comma 1 dell'art. 24, relativo alla previsione del diritto di recesso e di co-vendita da assicurare agli investitori nello statuto dell'offerente in caso di cessione del controllo.

3. ULTERIORI PROPOSTE DI MODIFICA DEL REGOLAMENTO ED ALTRE OSSERVAZIONI

a) Avendo Walliance deciso di effettuare essa stessa la verifica di appropriatezza (*opt-in*), si è riscontrata una certa difficoltà nella predisposizione del relativo "questionario MiFID" sottoposto all'approvazione di Consob durante l'iter di autorizzazione.

In particolare, alcune domande contenute nella prima versione del questionario erano state considerate da Consob come "autovalutative". Tali domande erano state inserite in funzione del contesto in cui ha luogo la verifica di appropriatezza e delle funzioni che il relativo questionario è deputato a svolgere. Poiché, infatti, il questionario viene redatto *on-line* e – di conseguenza – non vi è un operatore fisico al quale l'investitore si rapporta alteramente; e poiché il medesimo investitore potrebbe, di volta in volta, con o senza l'ausilio di terzi, agevolmente reperire le informazioni necessarie a rispondere esattamente alle domande contenute nel questionario *on-line*, si era ritenuto preferibile, stante l'impossibilità di misurare con certezza e con ragionevole affidabilità il livello di conoscenza dell'investitore, accentuare i contenuti di autovalutazione del test al fine di "costringere" l'investitore a confrontarsi con sé stesso sulle potenziali conseguenze dell'investimento pianificato. Il tutto nell'ottica di una maggiore responsabilizzazione dell'investitore e, quindi,

di effettività della tutela apprestata. Quanto sopra fermo restando che le suddette domande autovalutative non si sostituivano, ma si cumulavano ad altre domande dai contenuti obiettivi utili a rendere l'investitore cosciente del livello di rischiosità dell'investimento.

Tale impostazione non era stata però accolta da Consob, che aveva preferito un questionario più vicino ai normali standard dei questionari di appropriatezza redatti fisicamente avanti agli operatori di banca.

Alla luce di tale esperienza, si ritiene opportuno prevedere nel Regolamento delle "linee guida" per la predisposizione del questionario di appropriatezza, le quali siano più stringenti e precise rispetto a quanto ad oggi previsto nell'art. 15, comma 2, lettera b) del Regolamento.

b) Si ritiene inoltre utile cogliere l'occasione per specificare al primo comma dell'art. 11-*bis* del Regolamento (relativo alla decadenza dell'autorizzazione), che per "svolgimento dell'attività" che deve avere inizio entro sei mesi dall'autorizzazione, si intende l'inizio dell'attività di selezione da parte del gestore dei potenziali offerenti e delle potenziali offerte da pubblicare sul portale (e non la pubblicazione della prima campagna). Ciò al fine di una maggiore chiarezza sul punto e conformemente alla prassi già in uso presso Consob.

c) Si suggerisce altresì di modificare la lettera f) dell'art. 14 del Regolamento, sostituendo il riferimento al "decreto legislativo 30 giugno 2003, n. 196 e successive modifiche" con un generico riferimento alla legislazione applicabile in materia di trattamento dei dati personali, stante che a decorrere dal 25 maggio 2018 troverà applicazione il Regolamento (UE) 2016/679 (Regolamento generale sulla protezione dei dati).

d) Attualmente l'offerta al pubblico di strumenti finanziari effettuata tramite piattaforme di *equity crowdfunding* può avere a oggetto titoli il cui complessivo controvalore non eccede i 5 milioni di euro. Ciò in quanto, ai sensi del Regolamento in materia di equity crowdfunding, per "offerta" si intende "l'offerta al pubblico condotta esclusivamente attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali di rischio, avente ad oggetto strumenti finanziari per un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell'articolo 34-ter, comma 1, lettera c) del regolamento Consob in materia di emittenti, adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche", che appunto individua nella soglia di 5 milioni di euro il controvalore massimo dell'offerta "esentabile" (art. 2, c. 1, lett. g).

La ragione di tale limite di diritto interno a sua volta risiede – come noto – nella disciplina europea in materia di prospetto informativo di cui alla direttiva 2003/71/CE, così come specificamente implementata, nel contesto domestico, dalle disposizioni di cui al TUF e al Regolamento Emittenti, ai sensi del quale è prevista una esenzione specifica per le offerte al pubblico "*aventi ad oggetto prodotti finanziari inclusi in un'offerta il cui corrispettivo totale, calcolato all'interno dell'Unione Europea, sia inferiore a 5.000.000 di euro*", dovendosi a tal fine "*considera[re] unitariamente più offerte aventi ad oggetto il medesimo prodotto effettuate dal medesimo emittente od offerente nell'arco di dodici mesi*" (cfr. artt. 100, c. 1, lett. 2 TUF; e 34-ter, c. 1, lett. c).

Ai sensi del già citato Regolamento UE/2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE, agli Stati Membri è consentito di "decidere di esentare le offerte al pubblico di titoli dall'obbligo di pubblicazione del prospetto ... a condizione [– tra l'altro –] che ... il corrispettivo totale di ciascuna offerta nell'Unione sia inferiore a un importo monetario calcolato su un periodo di 12 mesi che non superi 8.000.000 EUR" (cfr. art. 3, c. 2, lett. b).

Si suppone che le competenti autorità italiane si avvarranno della facoltà concessa dal sopra citato "Regolamento Prospetto" e si cureranno di modificare il diritto vigente in termini tali da consentire alle imprese in via generale di effettuare offerte al pubblico



WALLIANCE Srl
Viale della Costituzione, 16
38122 TRENTO

C.F. P.IVA: IT02432640221
REA: TN- 224237
cap. soc. € 50.000,00 i.v.
PEC: walliancesrl@pec.it
www.walliance.eu
accounting@walliance.eu

"*prospectus-free*" ove il controvalore complessivo non ecceda gli 8 milioni di euro. In tal caso, atteso il meccanismo di rinvio mobile di cui al Regolamento in materia di *equity crowdfunding*, l'innalzamento "in via generale" della soglia di esenzione si applicherebbe anche alle offerte eseguite tramite portali di *equity crowdfunding*.

Se così non fosse, ci si chiede se non sia possibile quantomeno prevedere esplicitamente, con particolare riferimento alle offerte al pubblico effettuate tramite portali di *equity crowdfunding*, un innalzamento della soglia attualmente prevista da 5 a 8 milioni.

Con osservanza.

Il Presidente
Giacomo Bertoldi