



Milano, 19 luglio 2019

Via SIPE – Sistema Integrato per l’Esterno
Spett.le
Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
Divisione Strategie Regolamentari
Via G.B. Martini, n. 3
00198 Roma

Oggetto – Modifiche al Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line*.

Con riferimento al documento di consultazione in oggetto, si ringrazia codesta onorevole Commissione per l’opportunità di formulare osservazioni relative alle proposte allo studio e si accoglie positivamente la volontà di revisionare il Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla Raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line* (“**Regolamento Crowdfunding**”).

Si autorizza sin d’ora la pubblicazione e la divulgazione del presente contributo.

1. Le ulteriori categorie di investitori che possono sottoscrivere obbligazioni di PMI. Le due opzioni proposte dalla Commissione

Si premette innanzitutto che, in relazione alle due possibili Opzioni formulate dalla Commissione in merito all’individuazione di ulteriori categorie di investitori, diversi dai professionali ex MiFID II ⁽¹⁾, che possano sottoscrivere obbligazioni emesse da piccole e medie imprese (“**PMI**”) ed offerte tramite portali *on-line*, appare preferibile, anche sulla scorta delle altre esperienze europee, l’Opzione 1.

Invero, l’Opzione 0 appare sacrificare eccessivamente le esigenze di agevolare la raccolta di capitali da parte delle società mediante accesso ai mercati finanziari. Tali esigenze, che la Commissione stessa ha individuato e cui la stessa attribuisce rilievo nel documento di consultazione, paiono di particolare rilevanza anche alla luce della riduzione dell’afflusso di risorse finanziarie da parte di altre fonti di finanziamento, in particolare per le PMI. Si pensi in tal merito alla contrazione nel credito bancario (c.d. *credit crunch*) cui fa riferimento, peraltro, anche l’*Action Plan* per una *Capital Markets Union*. A tal proposito vale la pena ricordare che in Italia, i sondaggi condotti presso le imprese dalla Banca d’Italia nel mese di giugno 2019

⁽¹⁾ Per tali intendendosi i clienti professionali, privati e pubblici, di diritto e su richiesta, individuati ai sensi dell’articolo 6, commi 2-*quinquies* e 2-*sexies* del TUF (cfr. per i clienti professionali privati, l’Allegato n. 3 al Regolamento Intermediari, adottato con delibera Consob, 15 febbraio 2018, n. 20307, nonché, per i clienti professionali pubblici, il Decreto del Ministero dell’economia e delle finanze, 11 novembre 2011, n. 236).



confermano un generalizzato inasprimento delle condizioni di accesso al credito nel secondo trimestre dell'anno con un irrigidimento più marcato per le aziende di minore dimensione ⁽²⁾.

L'Opzione 1 appare dunque quella che meglio consente di perseguire le finalità di cui all'articolo 100-ter, comma 1-ter, decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 ("TUF"), nel rispetto dei presidi a tutela degli investitori *retail*. Tale opzione, in particolare, aiuta certamente ad avvicinare una ampia schiera di investitori alle PMI che hanno scelto il canale del *crowdfunding* per sostenere i loro piani di crescita (v. investitori professionali ex MiFID II, fondazioni bancarie, incubatori di *start-up* innovative e investitori a supporto delle PMI).

2. Osservazioni al documento

Tanto osservato, si formulano qui di seguito due osservazioni al Documento in oggetto.

Con riferimento alle ulteriori categorie di investitori (oltre agli investitori professionali già contemplati dall'articolo 100-ter, comma 1-ter, del TUF) a cui consentire la partecipazione alle offerte sui portali di *crowdfunding* per i casi previsti dall'articolo 2412, commi 1, 3 e 5 del codice civile ⁽³⁾, l'Opzione 1 ha individuato le seguenti categorie:

- a) i soggetti indicati all'articolo 24, comma 2, Regolamento Crowdfunding;
- b) coloro che detengono un portafoglio finanziario, inclusi i depositi di denaro, per un controvalore superiore ad € 250.000;
- c) coloro che si impegnano ad investire almeno € 100.000 in offerte della specie, nonché dichiarino per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare per l'impegno a investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto;
- d) gli investitori *retail*, nell'ambito dei servizi di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimento.

Le categorie così individuate dalla Commissione, anche tramite l'adozione di classi di soggetti rinvenibili in tutte le disposizioni normative in tema di intermediazione finanziaria, paiono essere eccessivamente limitative se lo scopo è effettivamente quello di estendere la raccolta di debito tramite piattaforme alternative al sistema bancario. Risulterebbe dunque opportuno estendere la sottoscrizione delle obbligazioni anche ad altre categorie di investitori previsti dal Regolamento Crowdfunding limitandosi ad includere nel citato elenco, da un lato, i soggetti indicati all'articolo 24, comma 2, Regolamento Crowdfunding, e dall'altro, gli investitori c.d.

⁽²⁾ BANCA D'ITALIA, Bollettino Economico n. 3 - 2019, p. 36.

⁽³⁾ Si fa riferimento alle offerte aventi ad oggetto obbligazioni emesse da una S.p.A.: (i) entro i limiti del doppio del patrimonio (comma 1); (ii) garantite da un'ipoteca (comma 3); (iii) destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione o che diano il diritto di acquisire o sottoscrivere azioni (comma 5).



consapevoli di cui all'articolo 15, comma 2, Regolamento Crowdfunding ⁽⁴⁾. In merito a quest'ultimi, invero, non si comprende perché agli stessi debba essere consentita, contrariamente alle principali esperienze europee, la sola sottoscrizione mediante portali *on-line*, di capitale di rischio e non anche del meno rischioso capitale di debito, stante soprattutto l'assenza di vincoli normativi in tal senso ⁽⁵⁾. Tale esclusione pare essere ancor più ingiustificata se si pensa che la proposta di modifica del Regolamento Crowdfunding prevede l'estensione anche alle offerte aventi ad oggetto obbligazioni dei seguenti presidi di tutela previsti dall'attuale disciplina nel caso di operazioni di *equity crowdfunding*:

- diritto di recedere dall'ordine di adesione, senza alcuna spesa, entro sette giorni decorrenti dalla data dell'ordine;
- diritto di revocare la propria adesione quando, tra il momento dell'adesione all'offerta e quello in cui la stessa è definitivamente chiusa, sopravvenga un fatto nuovo o sia rilevato un errore materiale concernenti le informazioni esposte sul portale, che siano atti ad influire la decisione dell'investimento;
- obbligo, posto in capo al gestore o al soggetto che riceve e perfeziona l'ordine, di verificare la coerenza tra le caratteristiche del cliente e le caratteristiche essenziali e i rischi che l'investimento comporta;
- obbligo, posto in capo al gestore, di assicurare che possano accedere alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle singole offerte solo gli investitori che abbiano preso visione delle informazioni di *investor education*.

(4) Per tali si intendono gli investitori non professionali che abbiano: a) preso visione delle informazioni di *investor education* previste dall'articolo 14, comma 1, lettera k), TUF, e delle informazioni relative all'investimento (ad es. rischio perdita dell'intero capitale investito, rischio liquidità, diritto di recesso ecc...); b) fornito informazioni in merito alla propria conoscenza ed esperienza per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che gli strumenti finanziari oggetto di offerta comportano. Tali informazioni fanno riferimento almeno: (i) ai tipi di servizi, operazioni, effettuate anche tramite portali *on-line*, e strumenti finanziari con i quali l'investitore ha dimistichezza; (ii) alla natura, al volume e alla frequenza delle operazioni effettuate anche tramite portali *on-line*, su strumenti finanziari, realizzate dall'investitore e al periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite; (iii) al livello di istruzione, alla professione, o se rilevante, alla precedente professione dell'investitore; c) dichiarato di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento che intendono effettuare.

(5) Come noto a parità di altre condizioni, un titolo di capitale è più rischioso di un titolo di debito, in quanto la remunerazione spettante a chi lo possiede è maggiormente legata all'andamento economico della società emittente. Il detentore di titoli di debito invece rischierà di non essere remunerato solo in caso di dissesto finanziario della società emittente. Inoltre, in caso di fallimento della società emittente, i detentori di titoli di debito potranno partecipare, con gli altri creditori, alla suddivisione - che comunque si realizza in tempi solitamente molto lunghi - dei proventi derivanti dal realizzo delle attività della società, mentre è pressoché escluso che i detentori di titoli di capitale possano vedersi restituire una parte di quanto investito.



Tra l'altro si segnala che i soggetti di cui all'articolo 15, comma 2, Regolamento Crowdfunding sono anche soggetti a specifici obblighi di informazione ⁽⁶⁾.

Quanto alle ragioni che giustificano un ampliamento dei soggetti che possono sottoscrivere obbligazioni, si noti che ciò, tra l'altro, consentirebbe di aumentare notevolmente la possibilità, da parte della PMI, di ottenere capitali mediante portali *on-line* riducendo conseguentemente il ricorso al credito bancario che come noto è di difficile accesso.

Va, infine, aggiunto che suddetto ampliamento è necessario affinché il mercato domestico risulti essere competitivo nel panorama internazionale. In merito si ricorda che la Francia ⁽⁷⁾, una tra le economie di maggiore dimensione nell'Unione Europea e tra le più dinamiche nel favore l'innovazione tramite la creazione di nuove imprese, ha adottato la possibilità di sottoscrivere titoli di debito mediante portali *on-line* senza limiti soggettivi (fermi specifici limiti massimi di investimento) al fine di favorire la raccolta delle PMI e questa è sicuramente una robusta ragione per adottare l'Opzione 1.

In questo momento storico lo sviluppo e la crescita dimensionale delle PMI è un aspetto cruciale dell'economia del nostro Paese e occorre assumere decisioni anche coraggiose per ampliare quanto più possibile la platea degli investitori in PMI, anche affinché i benefici della crescita delle stesse PMI non siano appannaggio di un ristretto gruppo di investitori istituzionali specializzati o di *high net worth individual*. I beneficiari della creazione di valore da parte delle PMI debbono essere quanti più possibile e l'accesso a queste realtà imprenditoriali tramite i portali *on-line* è uno strumento essenziale affinché tale *surplus* non resti limitato entro un circolo chiuso di soggetti ma possa essere condiviso con l'ampia platea degli investitori *retail*.

Nell'ambito della consultazione si coglie l'occasione per richiamare l'attenzione di codesta onorevole Commissione in merito ad una possibile integrazione del Regolamento Crowdfunding nell'ambito della disciplina concernente la tutela degli investitori successivamente al perfezionamento della raccolta.

Tale tematica è stata affrontata dal legislatore, mediante la formulazione dell'articolo 100-ter, comma 2, TUF, al fine di demandare alla Consob l'adozione di una specifica disciplina per tutelare gli investitori nel caso in cui i soci di controllo delle PMI cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta.

L'articolo 24, comma 1, lettera a) del Regolamento Crowdfunding, in attuazione del principio normativo sopra riportato, ha quindi stabilito che lo statuto o l'atto costitutivo dell'emittente

⁽⁶⁾ Cfr. articoli 15 e 16, Regolamento Crowdfunding.

⁽⁷⁾ A tal proposito si segnala che l'ordinamento francese, mediante l'*Ordonnance n° 2016-520* del 28 aprile 2016, ha recentemente modificato la propria disciplina in materia di *Crowdfunding*, non prevedendo alcun limite soggettivo in ordine alla sottoscrizione di *bond* mediante tali piattaforme. Si precisa in merito che proprio il mercato francese del *crowdfunding* si pone tra i leader nell'area dell'Europa continentale con i suoi 171,4 milioni di euro raccolti nel 2017 (cfr. CAMBRIDGE CENTRE FOR ALTERNATIVE FINANCE, *Shifting Paradigms – The 4Th European Alternative Finance Benchmarking Report*, marzo 2018, p. 58).



debba prevedere, a favore degli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori ex articolo 24, comma 2, TUF ⁽⁸⁾, che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari offerti tramite portale, un diritto di recesso o un diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni, nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano direttamente o indirettamente il controllo a terzi ⁽⁹⁾.

In aggiunta alla sopra citata disposizione si potrebbe prevedere, per le società che intendono raccogliere risorse finanziarie tramite portali di *Crowdfunding* e procedere all'ammissione alle negoziazioni delle azioni offerte su un sistema multilaterale di negoziazione, di inserire nello statuto, in alternativa o in via complementare alle richiamate tutele di *exit*, un'apposita clausola che disponga l'applicazione in via volontaria della normativa in tema di offerta pubblica di acquisto (articoli 106, 108, 109 e 111 del TUF c.d. OPA endosocietaria) ⁽¹⁰⁾ imponendo così all'acquirente che supera la soglia rilevante prevista in statuto, l'obbligo di promuovere una offerta pubblica di acquisto, al medesimo prezzo offerto al socio che ha ceduto la partecipazione rilevante. Al riguardo si evidenzia che, nella prassi, alcune società hanno già inserito nei propri statuti una clausola del suddetto tenore.

Per qualsiasi chiarimento che si rendesse con riferimento a quanto sopra, restiamo a disposizione ai seguenti recapiti: Avv. Lukas Plattner, tel. 02725511, e-mail: l.plattner@nctm.it.

Con osservanza.

Nctm Studio Legale

⁽⁸⁾ Essi sono: fondazioni bancarie, incubatori di *start-up* innovative e investitori a supporto delle PMI.

⁽⁹⁾ Tali diritti sono riconosciuti per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta.

⁽¹⁰⁾ Una disposizione analoga è già stata prevista dall'articolo 6-*bis* del Regolamento Emittenti AIM. In particolare, la Scheda Sei del citato Regolamento, contenente il modello di clausola statutaria in tema di OPA, che gli emittenti AIM Italia devono inserire nel proprio statuto quale condizione per l'ammissione alle negoziazioni dei propri strumenti finanziari sul mercato AIM Italia, prevede il richiamo alle disposizioni relative alle società quotate di cui al TUF ed ai regolamenti CONSOB di attuazione in materia di offerta pubblica di acquisto e di scambio obbligatoria (limitatamente agli articoli 106 e 109 del TUF).